



SAPIENZA
UNIVERSITÀ DI ROMA

Dipartimento di Scienze Giuridiche

DOTTORATO DI RICERCA IN DIRITTO PUBBLICO
CURRICULUM DIRITTO AMMINISTRATIVO

***LA REGOLAZIONE PUBBLICA
DEI MERCATI FINANZIARI:
PROFILI ISTITUZIONALI***

Tutor

Chiar.mo Prof. Marco D'Alberti

Dottorando

Dott. Antonio Palazzo

Matricola n. 1526968

Ciclo XXVIII
a.a. 2015/2016

ABSTRACT

The paper aims to describe the fundamental elements of the public regulation of financial markets' evolution in Europe, from an institutional perspective. Starting from the analysis of changes that concerned some peculiar paradigms of domestic administrative law and the role of the State in the economy, chapter I deals with the evolutive direction of public intervention in this peculiar sector and the rise of a new approach in the public markets regulation, under a diachronic point of view. While chapter II examines the means of regulation and supervisory terms and the manner in which public authorities regulate financial industry, with particular reference to non-binding measures (soft law), and ensure broader participation of stakeholders to rules making process, chapters III and IV describe, by a structural and functional perspective and through the analysis of inherent laws, the morphology of national and European regulatory authorities on securities and financial markets (Consob and ESMA) and their powers, tasks and purposes. Finally, in the last chapter considerations are exposed on the kind of interests protected and on the nature of power that regulatory authorities exercise in this sector; moreover, some thoughts are developed on the ESMA's institutional framework and upon the tendency of its reform in action.

INDICE

CAPITOLO I PROLEGOMENI SUL RAPPORTO TRA MERCATI FINANZA E PUBBLICI POTERI

1.	Introduzione	1
2.	I mutamenti di “paradigma”	2
3.	Le coordinate di contesto: i mercati, la finanza e la regolazione	4
4.	L’irrisolta questione dell’intervento pubblico nell’economia	6
5.	Il quadro “eurocostituzionale” di riferimento	15
6.	I tratti evolutivi	25
7.	Conclusioni	32

CAPITOLO II LA REGOLAZIONE NELL'AMBITO DEI MERCATI FINANZIARI

1.	L’ ‘erompere’ della teoria della regolazione. Regolazione del “mercato” e regolamentazione: la definizione del relativo statuto giuridico	35
2.	Il fondamento ‘legale’ della funzione di regolazione intestata alle Autorità amministrative indipendenti di settore. Il ruolo della giurisprudenza nella costruzione della funzione di regolazione	45
3.	Le tecniche di regolazione: tra strumenti di <i>hard</i> e <i>soft law</i> .	47
4.	I procedimenti di regolazione. La consultazione del mercato come veicolo di legittimazione democratica. Qualità della regolazione e principio di proporzionalità	51
4.1.	(Segue) Cenni ai procedimenti di regolazione nell’ordinamento italiano. Il procedimento per l’adozione di atti di regolazione generale della Consob.	55
4.2.	(Segue) Il procedimento di regolazione dell’ESMA (Cenni)	64

CAPITOLO III
L'ARCHITETTURA ISTITUZIONALE DELLA REGOLAZIONE DEI
MERCATI FINANZIARI TRA ORDINAMENTO NAZIONALE E
ORDINAMENTO EUROPEO

1.	Premessa	66
2.	Le Autorità nazionali di 'governo' dei mercati finanziari. La ripartizione delle competenze tra Consob, Banca d'Italia e Ministero dell'economia e delle finanze	69
3.	La Consob come principale Autorità 'reggente' di settore	80
4.	L'assetto organizzativo europeo. Il <i>rule making process</i> europeo nel Rapporto Lamfalussy	88
5.	Il ruolo della Commissione europea e della 'comitologia' nel processo regolativo in materia di mercati finanziari	94
6.	I nodi 'irrisolti' della 'composita' <i>governance</i> europea dei mercati finanziari	101
7.	Gli sviluppi successivi	104
8.	L'istituzione della Autorità europea di vigilanza delle strumenti finanziari e dei mercati (ESMA)	107
8.1.	(Segue) La <i>governance</i> dell'ESMA	112
8.2.	(Segue) Il concorso all'esercizio della funzione normativa della Commissione europea per assicurare "condizioni uniformi di applicazione" e "l'applicazione coerente" della legislazione europea	114
8.3.	(Segue) L'esercizio "soffice" del potere conformativo: le <i>non-binding measures</i>	115
8.4.	(Segue) I rapporti tra l'ESMA e le Autorità nazionali di regolazione	119
8.5.	(Segue) I rimedi giustiziali	122
8.6.	(Segue) Conclusioni	126

CAPITOLO IV
CENNI SUI PROFILI FUNZIONALI
DELLE AUTORITA' DI REGOLAZIONE DEI MERCATI FINANZIARI

1.	Premessa	128
2.	Le fonti di disciplina dei mercati finanziari. Spunti ricostruttivi	130
3.	La disciplina degli intermediari: gli obblighi di comportamento nei confronti degli investitori	134
3.1.	(Segue) L'autorizzazione alla prestazione di servizi di investimento	141
4.	La disciplina dei mercati regolamentati: l'autorizzazione alla gestione dei mercati e il controllo sul loro corretto funzionamento	146
5.	Le competenze dirette dell'ESMA: la vigilanza sulle <i>credit rating agencies</i>	150
5.1.	(Segue) Cenni sulla vigilanza sulla vendita allo scoperto e di derivati CDS	159
6.	Conclusioni	163

Indice

CAPITOLO V CONCLUSIONI

1.	Premessa	167
2.	La natura degli interessi curati dalle Autorità di settore	168
3.	La regolazione come esercizio di potestà discrezionale in senso proprio	175
4.	L'ESMA quale modello 'extravagante' di agenzia amministrativa indipendente tra presente e futuro	185
	BIBLIOGRAFIA	194

CAPITOLO I

PROLEGOMENI SU FINANZA, MERCATI E PUBBLICI POTERI

Sommario: 1. Introduzione. – 2. I mutamenti di “paradigma”. – 3. Le coordinate di contesto: i mercati, la finanza e la regolazione. – 4. L’irrisolta questione dell’intervento pubblico nell’economia. – 5. Il quadro “eurocostituzionale” di riferimento. – 6. I tratti evolutivi. – 7. Conclusioni.

1. Introduzione

Il tema della regolazione pubblica dei mercati finanziari costituisce uno dei principali luoghi ideali di “intersezione” di problematiche, vecchie e nuove, di sicuro interesse per il diritto e rappresenta un privilegiato osservatorio per riesaminare, anche in vista di una loro possibile riformulazione, proprio in ragione della continua evoluzione, normativa e istituzionale, che contraddistingue questo settore, istituti e categorie tradizionali del diritto pubblico.

L’argomento trattato impone, inoltre, di confrontarsi con nozioni di “fluida” consistenza, come quella di “regolazione” ⁽¹⁾, termine, ormai invalso, con il quale si descrivono riassuntivamente i modi di esercizio, da parte degli organismi a ciò preposti, dei poteri a essi attribuiti in materia di vigilanza e controllo su interi settori della finanza privata, contraddistinti da un elevato tasso di complessità tecnico-specialistica; ovvero con concetti tradizionali, come la discrezionalità amministrativa, seppure riguardata alla luce dell’influenza esercitata dal diritto amministrativo europeo sui diritti amministrativi nazionali; oppure ancora, sul piano istituzionale, con il sempre instabile e indefinito assetto dei rapporti, a livello europeo, tra le autorità amministrative indipendenti nazionali di settore e le analoghe agenzie europee (così come, del resto, a livello internazionale, tra quest’ultime e le organizzazioni sovranazionali, pubbliche o private) che vanno a comporre l’architettura organizzativa e istituzionale dei mercati finanziari europei. Non senza, peraltro, dimenticare che ogni profilo qui accennato impatta direttamente sulla (ed è condizionato dalla) considerazione di quale sia oggi il ruolo che lo Stato, inteso nella sua accezione più lata (Stato-comunità) riveste nell’economia.

⁽¹⁾ In proposito, si rinvia all’interessante saggio di M. MAZZAMUTO, *L’atipicità delle fonti nel diritto amministrativo*, in *Diritto amministrativo*, 2015, 683, e alla bibliografia ivi citata.

Ciascuno dei temi enunciati meriterebbe uno studio a sé. Tuttavia, l'economia di questo lavoro non lo consente, né a esso risulterebbe utile. Si è quindi ripiegato sul ben più modesto scopo di tratteggiare, anche in una prospettiva diacronica, i contenuti essenziali dei temi indicati, valorizzando gli aspetti che sono apparsi maggiormente significativi, e di indicare, per quanto consentito, le linee di un possibile sviluppo di quelli di carattere istituzionale.

2. I mutamenti di “paradigma”

Prendendo l'abbrivio dall'analisi delle cause che hanno dato luogo a un complessivo ripensamento di alcuni tradizionali concetti del diritto amministrativo e al tentativo di una loro aggiornata formulazione, si osserva che a tale movimento di rinnovamento si è giunti sulla scorta delle mutate istanze provenienti dalla realtà sociale; la quale, a sua volta, in ragione dei suoi radicali cambiamenti, ha innescato, quasi in una sorta di processo circolare, una profonda opera di trasformazione del modo di concepire i rapporti tra diritto ed economia e tra Stato ed individuo, fino a mettere in discussione l'attualità dell'idea stessa di sovranità dello Stato ⁽²⁾.

Si è consapevoli che quest'ultime osservazioni difettano senz'altro di originalità: è da tempo, infatti, che diversi studiosi hanno evidenziato come il convergere di molteplici fattori, esogeni ed endogeni, il principale dei quali è sicuramente rappresentato dall'incedere, da un lato, dei principi e dal diritto europei, dall'altro, della globalizzazione in generale, abbia provocato un effetto “disgregante” sugli ordinamenti giuridici Stato-centrici, e abbia generato, pertanto, l'esigenza di ripensare fin dalle fondamenta la concezione stessa dello Stato, la sua morfologia e il suo modo di rapportarsi con l'economia e con la società più in generale ⁽³⁾.

Secondo una suggestiva lettura, sul finire del XX secolo lo Stato è divenuto “osmotico”, poiché “gestisce, cerca di gestire, la ricerca del continuo equilibrio fra

⁽²⁾ Sempre utile, ai fini dell'inquadramento dei problemi in discorso, è G. BALLADORE PALLIERI, *Dottrina dello Stato*, Padova, 1964. Nella recente letteratura si veda, tra gli altri, L. TORCHIA, *Diritto ed economia tra Stati e mercati*, Napoli, 2016; M. D'ALBERTI, *Poteri pubblici, mercati e globalizzazione*, Bologna, 2008.

⁽³⁾ Si richiama, fin d'ora, G. MAJONE- A. LA SPINA, *Lo Stato regolatore*, Bologna, 2000, cui *adde*, per un utile confronto di idee diverse sul ruolo dello Stato nell'odierna società reticolare e mondializzata, U. ALLEGRETTI, *Diritti e Stato nella mondializzazione*, Troina (En), 2002 e la raccolta di saggi di S. CASSESE, *La crisi dello Stato*, Bari, 2002.

organizzazioni politiche, sociali, economiche, fra Stato e mercato, fra pubblico e privato, fra associazioni, partiti, mercati, imprese, tutte organizzazioni della *politeia*, dello spazio pubblico, che sta fra Stato apparato e società”⁽⁴⁾. Uno Stato “osmotico”, quindi, che dismette vecchi compiti e ne assume di nuovi, il quale, pur in presenza di una sostanziale “nemesi” della sua sovranità economica⁽⁵⁾, continua a rimanere “fattore” dell’economia, “subinsiem(e) della *politeia*”⁽⁶⁾.

All’accoglimento di questo ordine di idee consegue che di “osmosi” può parlarsi oggi con riferimento non solo allo Stato, ma anche agli istituti e ai concetti giuridici che interessano più da vicino il pubblicista e lo studioso del diritto amministrativo.

Il proliferare delle autorità amministrative indipendenti e la (presunta) nuova veste dell’agire pubblico che esse impersonerebbero si collocano in questo solco, rappresentando fenomeni istituzionali che, trascendendo il contingente, segnano lo spartiacque tra il vecchio e il nuovo modo di interpretare i rapporti Stato-economia, pubblico-privato, e sanciscono la sopravvenuta incapacità, al tempo stesso ordinante ed esplicativa, della tradizionale categoria autorità-libertà a essere una chiave di lettura adeguata per interpretare il sostanziale ‘rinnovamento’ del rapporto Stato-individuo.

E ciò sulla base della premessa, tutta ideologica, che a differenza che in passato, la libertà individuale apparirebbe ora svincolata dagli angusti limiti che il dirigismo statale ha posto al suo dispiegarsi per fini assunti in capo allo Stato che trascendono il singolo individuo e, per tale ragione, capaci di prevalere in ogni caso sul suo interesse individuale e, quindi, sulla sua libertà⁽⁷⁾.

Tuttavia, non può sottacersi come tale evoluzione abbia tratto alimento e abbia potuto svilupparsi anche grazie ai mutamenti propriamente ‘endogeni’ del nostro ordinamento amministrativo, che negli ultimi due decenni è stato investito da una

⁽⁴⁾ A. PREDIERI, *L'erompere delle autorità amministrative indipendenti*, Firenze, 1997, 7. Sul collegamento che vi è tra lo Stato ‘osmotico’ e l’economia e il ruolo delle autorità amministrative indipendenti l’A. afferma: “Le autorità indipendenti sono protagoniste del mutamento di paradigma della nostra economia mista, sino a poco tempo fa imperniata sullo Stato imprenditore, operante nel mercato come produttore di beni e servizi, e come tale presentato e preteso regolatore delle distorsioni del mercato. Tramontata quella (...), l’economia, pur rimanendo nell’ambito dell’economia policentrica organizzata, cambia paradigma, passa a quella caratterizzata da uno Stato regolatore che si è imposto per gli insuccessi del sistema di meccanismo unico pubblico-privato fondato sullo strapotere dei partiti e delle imprese pubbliche (...)” (81).

⁽⁵⁾ E’ l’espressione coniata da M. DE CECCO, *Trionfo e nemesi della sovranità economica*, in P. CIOCCA, *L’economia mondiale nel Novecento*, Bologna, 1998, 75 ss.

⁽⁶⁾ E’ sempre A. PREDIERI, *Euro, poliarchie democratiche e mercati finanziari*, Torino, 1998, 76.

⁽⁷⁾ Sull’argomento si veda M. MAZZAMUTO, *La riduzione della sfera pubblica*, Torino, 2001.

profonda e incisiva trasformazione, tanto sotto il profilo organizzativo, quanto funzionale, ancora lungi dall'essere conclusa.

Non è pertanto un caso che, come è stato opportunamente messo in rilievo, lo studio del diritto pubblico consista oggi nello studio delle sue trasformazioni ⁽⁸⁾.

3. Le coordinate di contesto: i mercati, la finanza privata e la regolazione

Volgendo lo sguardo ai mercati finanziari, l'analisi degli stessi dall'angolo visuale pubblicistico implica di prendere le mosse dall'esame degli elementi funzionali (la regolazione e/o vigilanza in senso ampio) e istituzionali (le autorità amministrative indipendenti) che contraddistinguono tale settore e che contribuiscono a connotarne il funzionamento stesso in maniera conforme ai fini che l'ordinamento medesimo assume come meritevoli di tutela ⁽⁹⁾.

Come si avrà modo di vedere nel prosieguo, i mercati finanziari costituiscono uno dei settori in cui maggiormente si avverte la presenza del momento autoritativo dei pubblici poteri ⁽¹⁰⁾.

Tale presenza, che si attesta sia nell'ambito del comparto dei prodotti finanziari che in quello dei servizi finanziari (*financial industry*), si esprime, con diversi gradi d'intensità e varietà di strumenti, in ognuna delle sequenze in cui si scandisce la complessiva attività operativa dei soggetti che, a vario titolo, partecipano attivamente al funzionamento dei mercati finanziari.

Il problema, quindi, non attiene in alcun modo all'*an* dell'intervento regolativo. La regolazione pubblica è, infatti, senz'altro da inscrivere tra quegli elementi che costituiscono le *conditiones sine qua non* dell'esistenza stessa dei mercati finanziari, non essendo affatto convincenti, se non proprio destituite di fondamento, le opinioni

⁽⁸⁾ Lo ricorda M. DE BELLIS, *La regolazione dei mercati finanziari*, Milano, 2013, 399.

⁽⁹⁾ G. GUIZZI, *Mercato finanziario*, Enciclopedia del diritto, Agg. V, Milano, 2001; A. ZITO, *Mercati (regolazione dei)*, Enciclopedia del diritto, Annali III, Milano, 2010.

⁽¹⁰⁾ Con tale espressione non intendiamo certo riferirci all'accezione classica di pubblici poteri che intervengono nell'economia in guisa di imprenditori, di erogatori di servizi etc., bensì nel senso di pubblici poteri che intervengono nell'economia soprattutto in guisa di dispensatori di regole giuridiche (di diverso contenuto), più o meno conformative dell'attività economica dei privati, più o meno funzionalizzate alla realizzazione di obiettivi nuovi, nella maggior parte dei quali parzialmente eterodeterminati (es.: promozione della concorrenzialità nel mercato e dei mercati). L'impianto concettuale, da cui trae origine la locuzione in parola, si deve, come è noto, a M.S. GIANNINI, *Il pubblico potere. Stati e amministrazioni pubbliche*, Bologna, 1988.

contrarie, che reputano la regolazione pubblica non già elemento indefettibile del venire in essere dei mercati finanziari, bensì mera variabile eventuale (o accidentale) del libero dispiegarsi dei mercati ⁽¹⁾.

La questione riguarda, piuttosto, l'intensità e le modalità attraverso cui l'attività di regolazione pubblica si esprime, in quanto, a ben vedere, è proprio da come l'intervento regolativo si manifesta, dal suo atteggiarsi nei confronti dei destinatari della regolazione, che si coglie il reale contenuto del rapporto autorità-libertà ⁽²⁾.

In questa prospettiva, quindi, il senso complessivo della regolazione del settore in oggetto e, segnatamente, la 'magnitudo' dei poteri di quei soggetti a cui l'ordinamento attribuisce il compito di sovrintenderne il corretto e regolare funzionamento, andrebbero ricercate nel complesso della disciplina positiva posta dal legislatore. Da una prospettiva giuridico formale, è infatti noto che il contenuto del rapporto autorità-libertà si risolve in fondo in base alle scelte di diritto positivo: i soggetti, gli strumenti, le finalità e l'intensità della regolazione sono il prodotto di specifiche opzioni

(1) Le ragioni che giustificano la regolazione pubblica dei mercati finanziari sono molteplici. Basti qui accennare sommariamente a quelli che gli economisti in genere indicano come i principali motivi della regolazione: a) evitare il pericolo che, lasciato a sé stesso, il mercato fallisca o dia risultati sub-ottimali; b) evitare il pericolo di sfruttamento monopolistico; c) promuovere la stabilità sistemica; d) ridurre al massimo (o eliminare) le asimmetrie informative; e) fornire protezione agli investitori-consumatori; f) evitare l'insorgenza di conflitti d'interesse. Inoltre, a differenza d'altri settori, si afferma che "il sistema finanziario svolge una particolare funzione nell'economia che giustifica un più elaborato e sofisticato sistema di regolazione e di vigilanza. Questa speciale, e quindi unica, funzione è che il settore gioca un ruolo chiave nella realizzazione della stabilità finanziaria, che adesso è generalmente considerata come un bene pubblico. Anzi, la realizzazione dell'obiettivo della stabilità finanziaria non solo giustifica una maggiore regolazione pubblica, ma anche un più prominente ruolo per la vigilanza che in qualsiasi altro settore, dove la vigilanza rimane di norma su un livello più superficiale ed è principalmente *compliance-driven*". In questi termini, M. QUINTYN- M. W. TAYLOR, *Regulatory and Supervision Independence and Financial Stability*, IMF Working Paper, n.46, 2002, 8. Per maggiori approfondimenti si rinvia, per tutti, a C. GOODHART (et al.), *Financial regulation. Why, how and where now?*, London-New York, 1998.

(2) La dialettica autorità-libertà come schema generale, nonostante se ne sia, da un certo momento in poi, predicato un forte ridimensionamento e se ne sia contestata la natura euristica, continua ad avere, a nostro avviso, la capacità di esprimere l'ineliminabile relazione di alterità che intercorre tra i pubblici poteri e l'individuo, tra la sfera dell'autorità e la sfera della libertà, tra l'interesse pubblico e l'interesse privato. Quest'alterità, tuttavia, non deve essere fraintesa. Essa, infatti, non vuol affatto dire che i soggetti dell'autorità sono portatori di interessi loro propri e contrapposti a quelli di cui sono portatori i soggetti della libertà. L'idea che lo Stato, in quanto titolare della sovranità sia, per ciò stesso, titolare di poteri autoritativi per la realizzazione di suoi propri fini non può trovare oggi, per ovvi motivi, accoglimento alcuno. I termini della dicotomia, allora, permangono per la semplice ragione che il nuovo titolare della sovranità, il *popolo*, per il tramite dei propri rappresentanti, il *legislatore*, individua nella legge, di volta in volta, l'interesse pubblico che spetta alle strutture serventi, *gli apparati amministrativi*, realizzare in concreto. E' questo momento di concretizzazione dell'interesse pubblico che può portare all'incisione della sfera giuridica del privato, della sua libertà, se pur in vista di fini sociali, e a dare così contenuto alla relazione autorità-libertà che, in tal modo, non smette di essere un utile schema a cui è possibile ricondurre le (principali) manifestazioni dell'agire amministrativo. Sul rapporto autorità-libertà si veda, per tutti, M.S. GIANNINI, *Diritto Amministrativo*, II ed., Milano, 1988.

normative assunte dal legislatore in un dato momento storico, regolano di conseguenza e di volta in volta l'equilibrio dinamico tra i due poli dell'autorità e della libertà ⁽¹³⁾.

Con riguardo allo specifico settore dei mercati finanziari, peraltro, dopo un'iniziale ed entusiastica fiducia nella capacità di autoregolazione dei mercati, si è andata progressivamente registrando nel corso degli anni una netta inversione di tendenza, che ha condotto all'adozione di minute regolazioni, con norme giuridiche interne, primarie e secondarie, e di rango sovranazionale, dirette a una migliore e più efficace garanzia della posizione di quanti operano nei mercati in qualità di fruitori c.d. "retail" di prodotti e servizi finanziari, vale a dire gli investitori non professionali che, nel linguaggio costituzionale, sono indicati con il termine risparmiatori.

4. L'irrisolta questione dell'intervento pubblico nell'economia

Una volta introdotto, seppur per grandi linee, il tema che ci occupa in questa sede, è opportuno, prima di procedere oltre, affrontare il problema del contenuto definitorio delle nozioni generali di cui si farà spesso uso (come è già accaduto in occasione dell'inquadramento generale del fenomeno e delle ragioni della presenza pubblica nel settore della finanza privata). Ciò al fine di evitare, nei limiti del consentito, possibili fraintendimenti sul significato dei 'concetti' impiegati nel corso della trattazione.

La nozione su cui occorre, per prima, soffermarsi, per l'immediato rilievo che essa assume rispetto all'intera tematica qui trattata, è quella di 'intervento pubblico nell'economia'. Ciò consente peraltro di evidenziare, fin dal principio, i punti di contatto che sussistono tra questa nozione e il concetto di regolazione pubblica, oramai acquisito anche dalla scienza amministrativistica tra i paradigmi concettuali - e i corrispondenti schemi operativi - di cui avvalersi per dar conto delle complesse trasformazioni intervenute nelle funzioni esercitate dai pubblici poteri, tanto nella sfera sociale quanto in quella economica, nella posizione da essi assunta nei confronti delle attività private e, infine, sotto il profilo strutturale, nella loro organizzazione.

⁽¹³⁾ In quanto essenzialmente decisioni di diritto positivo, gli strumenti e le finalità della regolazione sono fattori che vanno necessariamente storicizzati poiché esprimono esigenze di politica legislativa tipiche del preciso periodo storico in cui sono stati concepiti con quella specifica morfologia.

Nelle elaborazioni dottrinali che si sono precipuamente occupate di studiare, in una prospettiva giuspubblicistica, le relazioni tra Stato e società nell'ambito dei rapporti economici (il c.d. diritto pubblico dell'economia), l'espressione 'intervento pubblico nell'economia' è stata utilizzata quale mero espediente lessicale con cui compendiare, con formula riassuntiva, l'intero ampio spettro di azioni esercitate dai pubblici poteri, con modalità e intensità diverse, direttamente o indirettamente incidenti, sui fenomeni economici e sulle rispettive dinamiche; anche se, come fu opportunamente rilevato, essa contiene in sé un'ambiguità difficilmente superabile, giacché è connaturata alla stessa ragion d'essere dell'esistenza dei pubblici poteri quello di disciplinare l'economia⁽¹⁴⁾.

D'altronde, la portata generale, se non proprio la genericità, della nozione stessa si collega alla tradizionale opinione secondo cui i vari istituti giuridici che assumono rilievo nel contesto della disciplina dell'economia, quali desunti da un aggregato eterogeneo di normazioni settoriali, in realtà non sono 'tipici' propri di questa, bensì di altre e specifiche branche del diritto (amministrativo, costituzionale, privato). Da ciò, il consequenziale corollario che così come il diritto pubblico dell'economia non può considerarsi un'autonoma disciplina giuridica, per carenza di un proprio specifico oggetto, per i medesimi motivi la nozione 'intervento pubblico nell'economia' non ha alcuna valenza operativa (*id est* giuridicamente significativa), bensì al più meramente descrittiva.

In effetti, se si pone mente alla variegata tipologia degli interventi pubblici nell'economia nel nostro Paese compiuti dai pubblici poteri per soddisfare gli obiettivi di politica economica volta a volta posti a fondamento della decisione di intervento, non sfuggirà notare come essi si siano contraddistinti, fin dall'età liberale, e si contraddistinguono tuttora, sia per la eterogeneità dei fini perseguiti, sia (e soprattutto) per la molteplicità degli strumenti organizzativi e operativi utilizzati, alternativamente o congiuntamente. Tali, ad esempio, sono stati: l'assunzione in carico della produzione

(14) Si veda in proposito l'autorevole ammonimento di M. S. GIANNINI, *Diritto pubblico dell'economia*, Bologna, 1995, 20-21, secondo il quale "è fuorviante parlare di "intervento" dello Stato nell'economia (...). E' appena il caso di ricordare che noi chiamiamo "Stato" la forma che gli ordinamenti giuridici generali (ossia gli ordinamenti politici che hanno come soggetti tutti gli appartenenti ad una collettività territorialmente definibile e che curano tutti gli interessi, reali e potenziali, della collettività medesima) hanno assunto a partire dal sec. XVI che per primi raggiunsero un'unità di nazione (...). Inoltre va tenuto presente che la disciplina di fatti economici non è materia riservata per definizione allo Stato, in quanto ad essa concorrono anche organismi pubblici diversi dagli Stati (...). Quindi sarebbe più esatto dire che la disciplina dell'economia è attività precipua dei pubblici poteri".

e dispensa di beni e di servizi a favore della collettività, attraverso imprese pubbliche o partecipando come azionista ad imprese private (si pensi alle c.d. partecipazioni statali); la incentivazione di talune attività economiche di produzione e offerta di beni e servizi ritenuti essenziali mediante erogazione di ausili finanziari (si pensi alle operazioni di salvataggio delle grandi imprese industriali in crisi o agli ausili finanziari al settore agricolo); l'utilizzo di strumenti giuridici volti a conformare l'attività dei privati, ponendo limiti all'esercizio di talune facoltà o poteri di autonomia privata ovvero orientandone l'esercizio in direzione della realizzazione di obiettivi che sono ritenuti di pubblico interesse; e gli esempi potrebbero continuare. Senza considerare poi la sfera relativa alla manovra fiscale, alla spesa pubblica e all'utilizzo delle leve monetaria e valutaria.

Ciò dimostra, ad avviso di chi scrive, la difficoltà di poter ravvisare in essi un tratto peculiare che li accomuni, al di là del loro essere concreta espressione della funzione di governo pubblico dell'economia.

Non è un caso, pertanto, che qualsiasi sforzo di definire il significato dell'espressione "intervento pubblico nell'economia" non abbia superato la soglia della mera descrizione tipologica della morfologia dell'intervento stesso, compendiato chiaramente nella distinzione tra interventi 'diretti', in cui il tratto tipizzante è rappresentato dalla circostanza che i pubblici poteri assumono la veste di proprietario, di imprenditore, di erogatore di servizi; e interventi 'indiretti', che si manifestano tanto attraverso indirizzi o piani, quanto attraverso la posizione di norme 'condizionali', norme cioè che non vietano né impongono lo svolgimento di determinate attività economiche al privato, ma mirano a incoraggiare o scoraggiare quest'ultimo dall'intraprenderle.

Sempre sul piano delle considerazioni generali, va, altresì, ricordato come il carattere 'interventista' dell'attività dei pubblici poteri non costituisca in alcun modo un tratto peculiare del periodo considerato. Vi è, infatti, un forte tratto di continuità che lega quanto svolto dai pubblici poteri nel campo dell'economia durante il periodo pre-repubblicano e in quello successivo ⁽¹⁵⁾.

⁽¹⁵⁾ Affermare il contrario sarebbe, infatti, errato, posto che è un dato storico certo e inconfutabile che la presenza nell'economia da parte dei pubblici poteri, massimamente dallo Stato nel periodo liberale, vi sia sempre stata, mutandovi semmai l'intensità o le modalità operative (vedi M.S. GIANNINI, *Diritto pubblico dell'economia*, cit., 20, secondo il quale "è destituito di qualsivoglia fondamento la tesi secondo la quale l' 'intervento' dello Stato nell'economia sarebbe una vicenda caratterizzante il nostro tempo"). Con specifico riferimento al periodo liberale, basti, ad esempio, citare l'avvento dello Stato

Quel che muta è, semmai, la qualità e la latitudine dell'intervento pubblico. La Costituzione del 1948 attribuisce, infatti, ai pubblici poteri sia generali che specifici (in ogni caso indefettibili) compiti di promozione sociale, rivolti cioè alla rimozione di quegli ostacoli, di ordine economico e sociale, che ostino al pieno sviluppo della persona e l'effettiva partecipazione di ciascun cittadino alla vita sociale, economica e politica del Paese (art.3, comma 2, Cost.).

Nel periodo liberale, al contrario, il benessere della collettività viene perseguito solo in via occasionale e indiretta, e comunque, in ogni caso, come conseguenza di una scelta contingente dei poteri pubblici che in un preciso momento decidono di assumersi il compito di realizzare il benessere dei sudditi ⁽¹⁶⁾. Come è stato efficacemente notato, "la costituzione materiale dello Stato borghese pone(va) (...) l'accento soprattutto sulla libertà d'impresa, sull'iniziativa economica privata e sulla garanzia del diritto di proprietà; per quanto attiene invece alle potestà dei pubblici poteri, salvo la precisa riaffermazione del principio di legalità, che ha carattere formale e garantistico, resta imprecisa la sostanza" ⁽¹⁷⁾.

Se questo è, quindi, il quadro in cui si colloca l'intervento pubblico nell'economia dopo l'avvento della Costituzione del 1948, ne consegue, allora, che tale intervento è reso non solo legittimo dal fine della promozione sociale, ma anche doveroso, pena lo svilimento dei principi 'cardine' dell'ordinamento costituzionale stesso ⁽¹⁸⁾.

amministrativo (che subentra allo Stato liberale di diritto sul finire del XIX sec. non come nuova forma di Stato, ma come diverso modo d'essere dello stesso Stato liberale), che V.E. Orlando non può che descrivere, come ci ricorda M. S. GIANNINI, *Il pubblico potere*, cit., 7, come il frutto di un graduale processo di un'ormai "invadente e trionfante" 'ingerenza' dello Stato nella vita economica della collettività (riflessioni tratte da V.E. ORLANDO, *Prefazione al Primo Trattato completo di diritto amministrativo*, Milano, 1897, XII). Per l'interventismo statale durante e dopo il periodo dell'unificazione vedi A. CARACCIOLO, *Stato e società civile. Problemi dell'unificazione italiana*, Torino, 1960, dove vengono evidenziati con efficacia i punti salienti dell'interventismo cavouriano nell'economia. Per quel che riguarda, invece, la metamorfosi dello Stato liberale di diritto e della cultura giuridica liberale nel corso dell'ultimo decennio del XIX sec., si rinvia, rispettivamente, a M. FIORAVANTI, *Stato e Costituzione. Materiali per una storia delle dottrine costituzionali*, Torino, 1993, *passim*, ma in part.135-146 e 223-228, cui *adde* L. MANNORI- B. SORDI, *Storia del diritto amministrativo*, Roma-Bari, 2001, e a U. ALLEGRETTI, *Profilo di storia costituzionale italiana*, Bologna, 1989, cui *adde* i saggi contenuti in A. SCHIAVONE (a cura di), *Stato e cultura giuridica in Italia dall'Unità alla Repubblica*, Bari, 1990.

⁽¹⁶⁾ Non potrebbe essere diversamente. E' il periodo dello Stato monoclasse e del suffragio limitato. Vedi, ancora, M.S. GIANNINI, *Diritto amministrativo*, I vol., II ed., Milano, 1988, 37-52.

⁽¹⁷⁾ M.S. GIANNINI, *Diritto pubblico dell'economia*, cit., il quale, altresì, ricorda che, secondo gli enunciati dei suoi teorizzatori, i limiti che lo Stato borghese pone al pubblico potere "si segna principalmente su due linee: il non dover essere né imprenditore né proprietario, il non dover favorire né infrenare attività imprenditoriali dei privati o fruizioni della proprietà dei privati. E' questo composto delle due regole che riceve il nome di "non intervento" del pubblico potere nell'economia, o anche di astensionismo, di neutralità, di liberalismo, nella regolazione dell'economia" ⁽²⁵⁾.

⁽¹⁸⁾ D'altronde, come è stato opportunamente evidenziato, i limiti agli artt.41 e 42 Cost., che fanno riferimento a valori specificamente *sociali*, si ricollegano "a quella disposizione evocativa di un progetto

La realizzazione degli obiettivi di promozione sociale presuppone sempre, fin dai massimi livelli, una mediazione tra interessi individuali ed esigenze di pubblico interesse. Le relazioni complesse tra pubblico potere, economia e società civile esprimono, quindi, una fenomenologia in cui si manifesta la perenne tensione tra interessi individuali e sovra-individuali, di cui si fanno necessariamente portatori i soggetti pubblici ⁽¹⁹⁾.

Ecco il motivo per cui ogni qual volta si affronta il tema della presenza del ‘pubblico’ nel campo dell’economia occorre evitare di far ricorso ad approssimativi schematismi, che quantunque abbiano il pregio della sintesi e della linearità, tendono a offuscare i tratti di continuità tra le diverse fasi storiche in cui tale presenza si manifesta, la cui percezione è invece essenziale per comprendere il reale sviluppo dei fenomeni giuridici e dei relativi istituti, e sovente conducono a conclusioni ‘stipulative’ intorno ai caratteri dell’attuale ruolo dello ‘Stato’ dell’economia.

Se, quindi, sotto questo versante, risulta poco proficuo indugiare nella ricerca di un possibile specifico contenuto da attribuire alla locuzione in esame, diventa invece interessante comprendere, sotto altro profilo, la relazione che intercorre tra la mutevole morfologia dell’intervento pubblico e gli importanti cambiamenti che hanno riguardato i ‘formanti’, normativi e dottrinali, dell’ordinamento della finanza privata.

La circostanza, infatti, che le trasformazioni delle modalità dell’intervento pubblico siano andate di pari passo – e la storiografia lo ha opportunamente messo in rilievo – con la rinnovazione della struttura e delle funzioni dello Stato, induce a ritenere sussistente una stretta connessione, un intimo legame tra nuove modalità dell’agire pubblico e nuove finalità e interessi meritevoli di tutela.

Peraltro, seguendo questa prospettiva, che pone al centro dell’attenzione i mutamenti strutturali e funzionali che hanno riguardato l’attività dei pubblici poteri, diventa anche possibile cogliere le cause che hanno determinato quello che, con formula stereotipata e semplificante, viene definito il passaggio dallo Stato ‘interventista’ allo Stato ‘regolatore’.

di *generale* trasformazione sociale che è l’art.3, 2° co., Cost.”. Così M. LUCIANI, *Economia nel diritto costituzionale*, in Enciclopedia del diritto, Milano, 1988, 375.

⁽¹⁹⁾ Tale tensione si risolve, quindi, nella continua ricerca di un punto di equilibrio che, una volta raggiunto, muta nuovamente al cambiare tanto delle circostanze contingenti, quanto (e soprattutto) di quelle di lungo periodo.

Il rischio insito nelle letture ‘discontinuiste’ del rapporto tra pubblico potere ed economia è, infatti, quello di operare una sovraesposizione eccessiva di alcuni profili del processo di mutazione in atto della morfologia dei pubblici poteri e delle modalità del loro agire, al fine di presentarli come i fattori costitutivi di nuovi ‘paradigmi’ ordinanti. Il mercato, la concorrenza, le autorità amministrative indipendenti, la regolazione, sono presentati, infatti, come i principali elementi fenomenici che testimonierebbero la cesura tra un ‘prima’ e un ‘dopo’. In luogo del dirigismo, della conculcazione delle libertà economiche private, funzionalizzate alla soddisfazione di interessi sociali, dei tentativi di pianificazione dell’economia, dello Stato che si fa imprenditore e che riserva a sé attività economiche, si fa spazio l’affermazione secondo cui la presenza dello Stato nell’economia è dannosa per il benessere collettivo, in quanto genera monopoli, distorsioni della concorrenza e inefficienza economica, e si indica, quindi, come soluzione, la necessità della sua ritrazione.

Sulla scorta di questi nuovi paradigmi, il modo in cui tradizionalmente pubblici poteri hanno fatto valere la propria presenza nell’economia viene nella sostanza ripudiato.

Il principale elemento qualificante questo nuovo paradigma di Stato consisterebbe, quindi, nell’arretramento quantitativo e qualitativo dei pubblici poteri dal campo dell’economia, cui corrisponderebbe una riespansione delle libertà economiche, in primo luogo il diritto d’iniziativa economica, anche in ambiti prima a esse sottratti. L’art. 11 Cost. che, come è noto, consente, in condizioni di parità con gli altri Stati, alle limitazioni di sovranità necessarie “ad un ordinamento che assicuri la pace e la giustizia fra le Nazioni”, avrebbe pertanto funzionato da grimaldello per far saltare l’originaria impostazione ‘largamente dirigistica’ della nostra Costituzione repubblicana ⁽²⁰⁾, consentendo l’accesso e l’assorbimento, da parte del nostro ordinamento, dei principi comunitari della politica economica condotta conformemente al principio di un’economia di mercato aperta e in libera concorrenza, della sussidiarietà e della sana e prudente gestione della spesa pubblica.

⁽²⁰⁾ La riduzione della sfera pubblica, pertanto, si sarebbe ormai compiuta al punto che qualsiasi tentativo di riutilizzare i vecchi armamentari pubblici per intervenire nell’economia sarebbe illegittimo per contrasto con la nuova costituzione economica. Secondo quest’impostazione, inoltre, i limiti che la libertà d’iniziativa economica privata incontra sarebbero divenuti recessivi così come, del pari, recessivo risulterebbe il ricorso, nel campo economico, a moduli autoritativi, che avrebbero così lasciato il posto in a favore di moduli negoziali o a forme di regolazione c.d. condizionale. Si veda, in tal senso, in particolare, M. MAZZAMUTO, *La riduzione della sfera pubblica*, cit., *passim*.

Tuttavia, il modello di relazione pubblico-privato nel settore dell'economia così delineato, se per certi profili pare essersi realizzato, per altri e rilevanti aspetti risulta ancora incompiuto.

Ne è evidente testimonianza la permanenza di una serie di attestazioni, nei più vari ambiti dell'economia, dei pubblici poteri che depongono contro la ricostruzione prospettata, e che fanno, invece, notare, più che altro, che a mutare siano stati i moduli con cui il 'pubblico potere' interviene e non tanto la latitudine della sua presenza.

Peraltro, al fondo di questo scollamento tra ciò che è inteso il *Sein* e il *Sollen* dell'intervento pubblico nell'economia vi è l'idea, per certi aspetti ingenua, che il diritto privato sia fatto di *rules of just conduct* e, come tali, congeniali alle libertà personali ed economiche più di quanto possano esserle le regole di diritto pubblico o amministrativo (che, in quanto attribuiscono alle amministrazioni ampi margini di discrezionalità, riducono sensibilmente le libertà economiche degli individui) ⁽²¹⁾.

Ma tale conclusione risulta, tuttavia, inappagante, in quanto disancorata dal contesto storico ed istituzionale nel quale venne formulata, e pecca di eccessiva astrattezza. Con l'ulteriore conseguenza, per certi aspetti paradossale per chi accorda aprioristicamente preferenza alle regole di diritto privato rispetto a quelle di diritto amministrativo, che la permanenza dello Stato nel contesto economico trae la propria giustificazione nella constatazione che l'autonomia dei mercati, cioè la capacità degli stessi di autoregolarsi, non è di per sé garanzia che la dinamica mercantile si svolga in un contesto in cui la 'parità delle armi', la simmetria delle informazioni e la correttezza degli agenti economici – caratteri questi, delle regole del gioco mercantile, ritenuti, quasi 'ontologicamente', indefettibili affinché il funzionamento dei mercati si svolga in maniera regolare ed efficiente – sono assicurati.

Lo scenario pertanto si presenta 'fluidò' ⁽²²⁾, e all'assenza di punti fermi si cerca di far fronte con la teorizzazione di nuovi modelli (di Stato, di azione pubblica), di cui, però, rimangono indefiniti i contorni e non chiariti i contenuti.

Ne deriva che, se è opportuno evitare di rimanere impigliati nella rete dei concetti e dei paradigmi tramandatici dalla tradizione, di modo che non ogni nuovo fenomeno

⁽²¹⁾ Lo ricorda M. D'ALBERTI, *Lezioni di diritto amministrativo*, Torino, 2012, 29, richiamando la nota posizione di Von Hayek espressa in *Law, Legislation and Liberty, Vol. I, Rules and Order*, Chicago, 1973, 131 ss., qui appresa dalla edizione italiana, curata da Angelo Petroni e Stefano Monti Bragadin e tradotta da Pier Giuseppe Monateri, *Legge, Legislazione e Libertà. Critica della economia pianificata*, Milano, 2000, in part. 164 ss.

⁽²²⁾ Usiamo l'espressione di M.R. FERRARESE, *Il diritto al presente*, Bologna, 2002, *passim*.

giuridico vada ricondotto sempre e comunque entro quegli schemi, è del pari necessario, tuttavia, evitare la fascinazione di teorizzazione extragiuridiche, le quali, quantunque abbiano l'indubbio merito di arricchire l'analisi giuridica, rischiano al tempo stesso di falsarla, conducendo a esiti ricostruttivi che si appalesano in forte attrito con il diritto positivo e con la stessa realtà fenomenica.

Nell'ambito della regolazione pubblica dell'economia, lo iato sopra indicato lo si coglie bene nel settore dei mercati finanziari.

Alle teorizzazioni che lo indicano come il luogo elettivo per dimostrare, unitamente all'esaltazione dei principi dell'autoregolazione privata e del mercato, il neo-agnosticismo dei pubblici poteri, cui sarebbe impedito di esercitare poteri diversi da quelli del mero controllo di ordine (propri dello Stato guardiano o dello Stato di polizia), si contrappone, invece, la realtà giuridico-positiva, la quale, nonostante le sue aporie e contraddizioni, è lì a dimostrare che la (da tanti auspicata) riduzione dell'intervento pubblico non vi è stata, ma che, anzi, all'opposto, i più recenti orientamenti normativi, anche organizzativo-istituzionali, sono senz'altro indicativi di una tendenza esattamente contraria.

S'intende qui riferirci, in sostanza, a quell'opinione dottrinale, largamente condivisa, secondo cui molti dei problemi che in passato avevano caratterizzato il mercato finanziario sono stati integralmente risolti alla luce di una nuova qualificazione dell'intervento pubblico nella finanza privata (e quindi dei mercati finanziari) e che va sotto il nome di regolazione "neutrale".

Secondo tale tesi, la disciplina relativa al comparto dei mercati finanziari regolerebbe astrattamente i conflitti d'interesse tra contrapposte posizioni individuali, stabilendo, in modo definitivo, quale sia la situazione soggettiva, l'interesse che debba prevalere. Conferma di tale conclusione sarebbe offerta, sempre secondo questo orientamento, dalla struttura condizionale delle norme prescrittive, propria della disciplina di settore ⁽²³⁾.

Conseguenza di ciò sarebbe, quindi, che le autorità amministrative preposte al settore in discorso si limiterebbero a dare attuazione ad un assetto di interessi già prefigurato dal legislatore. Il ristabilimento di un eventuale disequilibrio tra questi

⁽²³⁾ Queste, infatti, non rimettono all'autorità un fine pubblico specifico da perseguire (da realizzare comparando gli interessi in gioco in vista dell'individuazione di una misura di equilibrio dei medesimi), poiché la misura è già nella norma condizionale che ha composto con carattere di definitività il conflitto tra le opposte posizioni.

interessi non sarebbe il frutto di una ponderazione svolta dall'amministrazione, né si realizzerebbe come effetto puntuale ricollegabile a un provvedimento amministrativo, bensì si presenterebbe come il risultato dell'osservanza di dati comportamenti da parte dei soggetti privati.

Da qui il carattere della neutralità delle funzioni esercitate e, quindi, anche l'assenza di discrezionalità amministrativa sui modi di tutela dell'interesse stesso, giacché l'attività delle autorità amministrative in questione avrebbe prevalentemente funzione d'integrazione della normativa posta dal legislatore ⁽²⁴⁾ e il controllo (spesso esercitato in forme contenziose o semicontenziose) avrebbe sempre a oggetto la verifica della congruità della fattispecie rispetto al modello normativo prestabilito ⁽²⁵⁾.

A nostro avviso, le conclusioni cui giunge tale dottrina non sono appaganti. In primo luogo, è contestabile l'idea che nel settore in esame a venire in rilievo siano soltanto interessi privati o, al più, interessi collettivi. Senza entrare fin d'ora nel merito dei temi sottostanti, giova semplicemente rilevare in questa sede che l'affermazione – aprioristica – dell'assenza di interessi pubblici ovvero della presenza di meri interessi pubblici oggettivi in questo settore risolve, a cascata, tutta una serie di questioni connesse alla natura dell'interesse tutelato.

Ritenere, infatti, che nell'ambito della regolazione della finanza privata non vi sia traccia di interessi pubblici rende superabile (o meno impegnativa) la questione della verifica dell'esistenza o meno, in capo alle autorità amministrative di settore, di veri e propri poteri discrezionali, atteso che, secondo la tradizionale impostazione, non può esservi discrezionalità amministrativa, non solo laddove non vi sia un'apposita disciplina che attribuisce all'autorità amministrativa il relativo potere, ma anche quando non vi siano interessi pubblici in gioco ⁽²⁶⁾.

In secondo luogo, è discutibile che le norme che disciplinano i mercati finanziari abbiano, nella maggior parte, dei casi struttura condizionale ⁽²⁷⁾.

⁽²⁴⁾ Sia europeo che nazionale.

⁽²⁵⁾ In sostanza, la menzionata dottrina offre tre risposte specifiche ad altrettante domande specifiche che concernono: a) la ri-definizione dell'interesse pubblico cui è preordinata l'azione dell'amministrazione; b) la discrezionalità amministrativa e l'applicazione di clausole generali; c) la natura dell'azione delle autorità amministrative preposte al controllo dei mercati finanziari.

⁽²⁶⁾ Come insegna M.S. GIANNINI, l'interesse pubblico costituisce il terzo degli elementi logici che entrano nell'agire di chi esercita un potere discrezionale e che sono considerati dall'ordinamento come costitutivi della nozione di potere discrezionale: M. S. GIANNINI, *Il potere discrezionale della pubblica amministrazione. Concetto e problemi*, Milano, 1939, 47-48.

⁽²⁷⁾ La dottrina in esame, non nega che vi siano norme che condizionali non sono, ma rende negletto questo aspetto nel mentre enfatizza la preponderante presenza di norme condizionali.

In terzo luogo, non convince questa (presunta) estraneità alla sfera dei mercati finanziari delle autorità pubbliche, che, in buona sostanza, eserciterebbero una funzione di mero riscontro di conformità del comportamento degli operatori del mercato alle regole giuridiche che presidiano al loro funzionamento, specie se si considera quali siano i soggetti che dette regole pone o contribuisce a porre (vale a dire, le stesse autorità pubbliche che si ritengono ‘estrane’ alla sfera di che trattasi).

D'altronde, la riprova della pervadente incidenza dell'intervento pubblico in questo settore la si coglie fin da una semplice e superficiale ricognizione di alcuni tra i principali ambiti in cui si manifesta l'agire pubblico.

Si consideri, per esempio, il terreno della regolamentazione dei principali soggetti di mercato (intermediari e emittenti), costellato da tracce evidenti della presenza e dell'azione dell'autorità pubblica: a) sul piano dell'esercizio dell'attività, con il richiedere il necessario possesso di un apposito provvedimento autorizzatorio; b) sul piano delle scelte organizzative aziendali, mediante una serie di atti, che in varia misura, ‘conformano’, nel senso voluto dall'autorità pubblica stessa, l'assetto organizzativo degli operatori; c) sul piano dell'attività negoziale, attraverso la predisposizione di una serie di obblighi di condotta a carico dell'intermediario finanziario e dell'emittente prodotti finanziari, la cui violazione è giuridicamente sanzionata ⁽²⁸⁾; d) sul piano dell'operatività di mercato, mediante l'esercizio di poteri di controllo ed eventualmente, sanzionatori. Gli esempi potrebbero continuare ⁽²⁹⁾.

5. Il quadro “eurocostituzionale” di riferimento

Ferme le coordinate sopra esposte, un'indagine di carattere giuridico circa il ruolo affidato dall'ordinamento ai pubblici poteri nel contesto delle relazioni di natura

⁽²⁸⁾ Sanzione che si estende anche sul piano della validità degli atti negoziali dagli stessi stipulati, specie con gli investitori c.d. a dettaglio.

⁽²⁹⁾ E' evidente come vi sia un'intrinseca contraddizione tra le considerazioni che possono essere svolte su un piano generale da quelle che possono essere sviluppate, invece, su un piano particolare. Mentre, da un lato (sul piano generale), si afferma, infatti, una tendenziale destrutturazione della tradizionale immagine dello Stato ‘presenzialista’ per i motivi in precedenza (sommariamente) accennati, dall'altro, invece (sul piano particolare), si avverte che, in realtà, lo Stato non ha mai smesso di manifestare la propria attività nei rapporti economici (e di partecipare alle dinamiche sottese ai processi economici) e che continua a farlo con strumenti tradizionali, al più ‘rivisitati’.

economica che hanno ad oggetto lo scambio di prodotti e servizi finanziari non può eludere il confronto con i principi della c.d. Costituzione economica.

L'utilità di questa previa analisi è sorretta da un duplice motivo. In primo luogo, essa consente di verificare entro quali limiti l'impianto della attuale Costituzione consenta ancora un ruolo attivo dei pubblici poteri (*in primis*, lo Stato) in un settore, quale quello dei mercati finanziari, che già alcuni anni or sono taluno ebbe a descrivere, con efficace espressione, come ormai incamminatosi 'verso la neutralità' ⁽³⁰⁾; e, correlativamente, permette di apprezzare se gli enunciati costituzionali vigenti, ancorché destrutturati dai principi dell'unione europea, abbiano ancora la capacità di esprimere, sul piano ermeneutico, 'soluzioni di senso' coerenti o compatibili con le profonde e continue trasformazioni ordinamentali che contraddistinguono la materia qui trattata.

Il settore dei mercati finanziari è, infatti, esemplare in questo senso. In un ideale giudizio di 'bilanciamento' tra valori diversi che albergano nella vigente Costituzione nazionale e che assumono rilievo nel settore considerato (la libertà d'iniziativa economica, riguardata con le 'lenti europee' dei principi della concorrenzialità, dell'efficienza e della trasparenza dei mercati, e la tutela del risparmio, declinata in termini di tutela del consumatore-risparmiatore), la prevalenza dell'uno o dell'altro determina, nei confronti delle dinamiche (funzionali e strutturali) dei mercati finanziari, scelte operative e di 'sistema' considerevolmente diverse, seppur sempre contenute all'interno di uno spettro di opzioni definito (i cui due estremi sono rappresentati da un sostanziale agnosticismo, da una parte, e da un pervadente controllo ed ingerenza di tipo paternalistico, dall'altra) ⁽³¹⁾.

In secondo luogo, la verifica in discorso ci mette nelle condizioni di saggiare, nel contesto dei fenomeni giuridici oggetto del presente studio, il rilievo assunto dal mercato e, quale profilo connesso, dalla regolazione amministrativa ⁽³²⁾.

⁽³⁰⁾ F. CAPRIGLIONE, *L'ordinamento finanziario verso la neutralità*, Padova, 1994.

⁽³¹⁾ Quest'ordine di idee può ritrovarsi in Irti il quale, a proposito della tutela dei consumatori, afferma che "il legislatore può percorrere strade diverse (ed è quindi chiamato alla) scelta tra *individualismo responsabile* e *protezione paternalistica*. La prima soluzione inasprisce i doveri informativi, ai quali fa riscontro la responsabilità di una decisione consapevole (...). La seconda soluzione, più caritatevole e soccorritrice, prescinde da volontà e coscienza del consumatore, il quale è assunto (...) in una pura *negatività* di caratteristiche. La tutela è allora affidata di massima a pubbliche autorità, che vigilano e regolano e proteggono": N. IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, 1998, 59.

⁽³²⁾ Sulla presenza di forti implicazioni ideologiche tra oggetto e risultato dell'analisi in materia di mercato (ma le stesse considerazioni possono estendersi anche alla regolazione) vedi N. IRTI, *L'ordine*

La disciplina dei rapporti economici nella Costituzione repubblicana è sicuramente uno degli argomenti, tra quelli maggiormente discussi e analizzati dagli studiosi, che più ha appassionato la giuspubblicistica italiana, soprattutto per le forti implicazioni di matrice ideologica che dalla sua analisi possono discendere ⁽³³⁾.

Lo spessore, l'ampiezza e l'eshaustività degli studi fino ad oggi compiuti fanno apparire, pertanto, sterile l'idea di poter apportare in proposito un contributo (che non si risolva in inutili bizantinismi, per usare un termine spesso utilizzato da M.S. Giannini, ma sia) realmente originale e di aiuto alla riflessione, in quanto, al di là di alcuni elementi di dettaglio, di grandi questioni aperte intorno alla Costituzione 'economica' italiana ⁽³⁴⁾ oramai non ve ne sono, né possono più esservi.

Ai fini qui in discorso, tuttavia, l'analisi della Costituzione 'economica' mantiene un certo interesse per quel che concerne il rapporto tra la libertà d'iniziativa economica, garantita dall'art.41, co.1, Cost., di cui si predica la natura di diritto fondamentale, e il principio, espresso dall'art. 47, co.1, Cost., della tutela del risparmio.

I profondi mutamenti che hanno interessato (e continuano a interessare) il settore dei mercati finanziari, sospingono, infatti, a rivedere le tradizionali letture che finora sono state offerte dell'art.47, co.1, Cost., tutte ⁽³⁵⁾ per lo più incentrate intorno alla tesi che l'oggetto di tutela dell'enunciato costituzionale non è altro che il risparmio bancario ⁽³⁶⁾.

Ma prima di procedere oltre su quest'argomento è bene, tuttavia, svolgere alcune preliminari considerazioni di carattere generale sulle disposizioni costituzionali in materia di rapporti economici.

giuridico del mercato, cit., in part. 35-38. Sulla relazione tra mercato e regolazione vedi, per tutti, M. ANTONIOLI, *Mercato e regolazione*, Milano 2001.

⁽³³⁾ Non si può non essere, infatti, d'accordo con questa osservazione di Stiglitz: "le opinioni sul ruolo appropriato del settore pubblico sono decisamente influenzate dall'ideologia". J. STIGLITZ, *Il ruolo economico dello Stato*, Bologna, 1992, 47.

⁽³⁴⁾ L'espressione 'Costituzione economica' è accolta in questa sede in una mera accezione descrittiva di un insieme di enunciati costituzionali in materia economica. Si è infatti persuasi dell'idea che l'analisi di qualunque disposizione costituzionale e, a maggior ragione, di quelle che si occupano dell'economia, può essere condotta "solo se non si perde di vista l'impianto unitario della Costituzione" (così M. LUCIANI, *Economia*, cit., 375).

⁽³⁵⁾ F. MERUSI, *Art.47, Rapporti economici*, Tomo II, *Commentario della Costituzione* (diretto da Branca e Pizzorusso), Bologna-Roma, 1982, che, come è noto, tra l'altro, ravvisava nell'art.47 Cost. l'enunciazione costituzionale della stabilità del valore della moneta.

⁽³⁶⁾ Non può non ricordarsi in proposito l'opinione di M.S. Giannini, il quale, dopo aver espresso non lusinghieri giudizi su chi aveva cercato di ravvisare nell'art.47, co.1, Cost dell'altro, recisamente sostenne che detta disposizione costituzionale. "non è che un'enunciativa generica dei principi della legge bancaria del 1936 che si pose solo per contrastare i tentativi di soppressione dell'ordinamento creditizio e di ritorno al capitalismo finanziario". Così M.S. GIANNINI, *Diritto pubblico*, cit., 203.

Nella Costituzione italiana, come è noto, ai rapporti economici è dedicato l'intero titolo III della Parte I. Pur confluendovi oggetti eterogenei (lavoro, relazioni sindacali, diritto di sciopero, iniziativa economica, proprietà, risparmio, ecc.), al suo interno sono state idealmente isolate alcune disposizioni che sono state ritenute rappresentative dello 'statuto' delle relazioni tra il potere pubblico e i privati nel settore dell'economia.

Tra i diversi enunciati che compongono la parte dedicata ai rapporti economici, quindi, emergerebbero sulle altre, due disposizioni, gli artt.41 e 42 Cost., le quali, oltre a rilevare per il loro contenuto, in cui si attesta forte il legame tra esse e i valori sociali cui s'informa la nostra Costituzione, esprimono massimamente il radicale cambiamento di prospettiva rispetto alle Costituzioni liberali ottocentesche, incentrate, come noto, sulle libertà 'negative' e informate a una concezione della presenza dello Stato nell'economia sostanzialmente agnostica ⁽³⁷⁾.

In un complesso ma unitario progetto di rinnovamento sociale e di trasformazioni istituzionali, la Costituzione repubblicana, demandando alla Repubblica la missione di rimuovere le ineguaglianze sostanziali presenti nel tessuto sociale (art.3, co.2, Cost.) e, in virtù degli inderogabili doveri di solidarietà politica, economico e sociale cui è chiamata l'intera collettività (art. 2 Cost.), di realizzare politiche redistributive della ricchezza che andassero nella medesima direzione ⁽³⁸⁾, non solo disegna per i soggetti pubblici dell'ordinamento un nuovo ruolo nella società ⁽³⁹⁾, ma riconsidera

⁽³⁷⁾ Oltre alla manualistica, si veda, per tutti, sul punto M. FIORAVANTI, *Appunti di storia della Costituzione moderne. I. Le libertà: presupposti culturali e modelli storici*, Torino, 1991, *passim* ma in part. 106-111, che parla in proposito di costituzioni-garanzia mettendo, altresì, in rilievo che siffatta garanzia delle costituzioni liberali si esprimeva non solo a favore dei cittadini, ma anche a favore dello stesso Stato.

⁽³⁸⁾ Che possono assumere sia la forma del controllo della produzione privata, sia la forma dell'intervento diretto in forma d'impresa.

⁽³⁹⁾ S'intende con tale locuzione indicare cioè l'emersione, con la Costituzione del 1948, per usare l'espressione di Crisafulli, dello Stato sociale *positivo*, contrapposto allo Stato sociale *negativo* proprio delle costituzioni liberali ottocentesche. Sul significato di tale distinzione si rinvia, pertanto, a V. CRISAFULLI, *La Costituzione e le sue disposizioni di principio*, Milano, 1952. L'illustre A. evidenzia in questo scritto come "ogni ordinamento costituzionale, qualunque sia il tipo di regime su cui si fonda e lo schema formale in cui si inquadra, ha sempre un contenuto sociale, in quanto non può non regolare, almeno nelle linee più generali, i rapporti tra la società statale e il soggetto o i soggetti cui spettano i poteri sovrani nell'ambito di essa. (...). Tutte le Costituzioni, perciò, hanno in questo senso un contenuto sociale perché regolano – e non potrebbero non farlo – in un modo o nell'altro il rapporto tra Stato e società, tra soggetto sovrano e sudditi, tra governanti e governati (...). Più largamente, la stessa mancanza nelle vecchie Costituzioni dell'epoca liberale di una regolamentazione di ogni altro aspetto della vita associata dei cittadini, al di fuori della garanzia del diritto di proprietà e delle libertà civili, rappresenta anch'essa, a ben guardare un contenuto sociale delle Costituzioni medesime: un contenuto negativo corrispondente del resto al principio liberista del *lassair faire*' (...). Caratteristica delle Costituzioni contemporanee è, dunque, piuttosto di avere un contenuto sociale (e sociale nel senso antonomastico e convenzionale sopra chiarito) *positivo*, vale a dire di regolare quell'insieme di rapporti secondo un indirizzo interventista, anziché secondo un indirizzo puramente astensionistico" (116-118).

radicalmente la portata assoluta del diritto di proprietà e di quello che, secondo l'impostazione tradizionale si riteneva esserne la proiezione maggiore, vale a dire il diritto di iniziativa economica ⁽⁴⁰⁾.

Gli artt. 41 e 42 Cost., pertanto, sintetizzano il nuovo insieme di valori sociali cui s'ispira la Costituzione repubblicana proprio nel diverso rappresentare i rapporti tra libertà d'iniziativa economica e autorità, tra proprietà privata e pubblico potere.

Dalla dichiarata funzione sociale della proprietà privata ⁽⁴¹⁾, si fa, infatti, discendere la legittimità dell'esercizio da parte dell'autorità pubblica del potere di disporre della proprietà medesima dietro riconoscimento di un indennizzo in favore del privato, sia sottraendola del tutto al privato, sia ponendo limiti al suo acquisto e al suo godimento (art.42, co. 1 e 2, Cost.); dall'esigenza di garantire la sicurezza, la libertà e la dignità della persona, deriva, a sua volta, la legittimità della posizione da parte dei pubblici poteri di limiti all'iniziativa economica privata, che non può svolgersi in modo da recar danno a quei valori o in contrasto con l'utilità sociale; (art. 41, co. 2, Cost.); come precipitato delle aspirazioni di dirigismo organico, infine, si afferma la possibilità dei pubblici poteri di indirizzare e coordinare a fini sociali l'attività economica pubblica e privata (art. 41, co. 3, Cost.) o di riservare originariamente o di trasferire allo Stato (e/o ad altri soggetti, anche non pubblici), per fini di utilità generale, determinate imprese o categorie di imprese aventi carattere di preminente interesse generale (art. 43 Cost.).

In questo stesso quadro s'innesta, d'altronde, l'art. 47, co. 1, Cost. che nell'affermare che "la Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme", attribuisce ai pubblici poteri compiti insieme promozionali e di garanzia del risparmio e dei risparmiatori⁴².

Quest'ultima disposizione, forse più di altre, è stata vittima della sua stessa origine.

⁽⁴⁰⁾ Come detto in esordio, l'analisi svolta in questa sede è volutamente sintetica. Sulle ragioni per le quali sia questo l'impianto costituzionale in tema di rapporti economici (e non solo) si rinvia a G. AMATO, *Il mercato nella Costituzione*, in AA.VV., *La Costituzione economica*, Padova, 1997, 7-20, il quale sottolinea come dai lavori in seno alla Costituente (furono investite dei lavori la I e la III sottocommissione) uscisse una costituzione economica "che si muove (...) tra neocorporativismo e larvato dirigismo e nella quale trionfa il mito del piccolo produttore autonomo" (12) e in cui la difesa del mercato diviene aprioristica difesa non tanto dello stesso mercato, ma dell'imprenditore in quanto titolare dell'iniziativa privata (13). Per una diversa ricostruzione degli avvenimenti si veda, però, G. BOGNETTI, *La Costituzione economica tra ordinamento nazionale e ordinamento costituzionale*, in AA.VV., *La Costituzione economica, cit.*, 69-156.

⁽⁴¹⁾ In argomento si veda, per tutti, D. SORACE, *Espropriazione della proprietà e misura dell'indennizzo*, Milano, 1974.

⁽⁴²⁾ Per una ricognizione recente delle problematiche qui esaminate si veda L. DELLA LUNA MAGGIO, *Il risparmio tra tutele costituzionali e interventi legislativi*, in Rivista AIC, n. 4/2015.

Confinato il suo significato a quello di essere ricognitivo dei principi espressi dall'art.1 della legge bancaria del 1936 ⁽⁴³⁾, l'art. 47 Cost., salvo qualche rara voce discorde, è rimasto per anni negletto e relegato al rango di disposizione costituzionale di contenuto in parte programmatico ⁽⁴⁴⁾ e per la restante parte, ritenuta precettiva, avente già esaurito il suo compito ⁽⁴⁵⁾.

L'evoluzione e lo sviluppo dei mercati finanziari in Italia, seppur avvenuti in forte ritardo rispetto agli altri Paesi europei, ha però riaperto l'interesse nei riguardi dell'art. 47 Cost., invocato come la disposizione che legittimerebbe, sul piano dell'ordinamento interno, la presenza dei pubblici poteri nel settore della finanza privata.

Peraltro, il richiamo espresso ivi contenuto all'incoraggiamento e alla tutela del risparmio "in tutte le sue forme" e al favorire l'accesso del risparmio popolare, tra l'altro, "al diretto e indiretto investimento azionario (...)" ha indotto a ritenere, in tempi più recenti, che anche nel nostro ordinamento la tutela del risparmiatore, nella sua veste di consumatore di servizi e prodotti della *financial industry*, trovi adeguata copertura in una norma di rango costituzionale ⁽⁴⁶⁾.

Esposto direttamente ai mutamenti di prospettiva che l'ordinamento registra dietro l'influenza dominante del diritto europeo e della globalizzazione finanziaria, il

⁽⁴³⁾ M.S. GIANNINI, *Diritto pubblico*, cit., 203.

⁽⁴⁴⁾ L'attribuzione di senso all'espressione dell'art.47 Cost. comunemente accolta era che il compito della Repubblica sia quello di tutelare il risparmio nella sua normale e prevalente destinazione creditizia: "Solo se contemporaneamente si difende il valore della moneta, cioè si controlla opportunamente l'intero ciclo finanziario della formazione del risparmio incoraggiata, perché essenziale ad un sistema economico fondato sulla manovra monetaria, all'investimento attraverso le imprese bancarie. In altri termini, affinché sia garantita la tutela del risparmio nella sua forma tradizionale è necessario difendere il valore della moneta e la stabilità dei prezzi, controllando la quantità di base monetaria in circolazione attraverso l'attività di vigilanza sul sistema bancario". Così F. MERUSI, *Art.47, Rapporti economici*, cit. Peraltro, la centralità della stabilità monetaria permette di connettere la disciplina della tutela del risparmio con altre disposizioni costituzionali, segnatamente con gli artt. 36, 41 53 Cost.

⁽⁴⁵⁾ Circa l'esclusione di un collegamento tra l'art. 47 Cost. e la disciplina pubblica della Borsa si veda, per esempio, L. TORCHIA, *Il controllo pubblico della finanza privata*, Padova, 1992, per la quale la connessione è basata "(...) su un sillogismo difettoso: la norma costituzionale tutela il risparmio popolare, del risparmio popolare sono parte gli investimenti azionari, in borsa si trattano azioni di risparmio, dunque le borse sono da ricondurre nell'ambito della disposizione sul risparmio popolare" (63).

⁽⁴⁶⁾ M. GIAMPIERETTI, *Commento all'art.47 della Costituzione*, in S. BARTOLE, R. BIN (a cura di), *Commentario alla Costituzione*, Padova, 2008, 474-475. Per tale autore l'obiettivo dei Costituenti è stato fin dall'inizio anche quello di tutelare il risparmiatore, inteso come consumatore di prodotti e servizi bancari, finanziari e assicurativi, attore "debole" che agisce sul mercato. In tal senso assume pieno significato il collegamento che viene a determinarsi tra il risparmio e la sua origine popolare di cui al comma 2 dell'art. 47 Cost. Si veda, sotto altra prospettiva, anche S. BARONCELLI, *Commento all'art. 47 della Costituzione*, in R. BIFULCO, A. CELOTTO, M. OLIVETTI (a cura di), *Commentario alla Costituzione*, Torino, 2006, 947 ss. per la quale la norma costituzionale rappresenta la traduzione delle istanze che provenivano da un'intera generazione di piccoli risparmiatori, possessori di depositi bancari, titoli di Stato e obbligazioni, che aveva assistito all'annientamento dei propri risparmi in conseguenza delle due guerre mondiali.

risparmio privato ‘popolare’ acquista, quindi, gradatamente, una nuova luce e si riempie di nuovi significati, suscitando rinnovati bisogni di tutela.

Ciò, del resto, è del tutto fisiologico, giacché l’art.47 Cost., al pari di altre disposizioni costituzionali, specie contenute nella parte dedicata ai rapporti economici, è disposizione “porosa” e soggetta a modifiche di senso ⁽⁴⁷⁾.

Sottratta agli angusti limiti di contenuto cui era stato relegato, l’art.47 Cost. diviene, pertanto, la disposizione cui fare riferimento quando è questione di tutela degli investitori e, più in generale, dei risparmiatori, e su cui fondare, da una prospettiva meramente interna, la legittimità della posizione, da parte dei poteri pubblici, di limiti alla libera iniziativa economica riconosciuta dall’art. 41, co.2, Cost.

Ma non solo. La tutela del risparmio come limite all’iniziativa economica privata nella prospettiva della tutela del risparmiatore (sia se ritenuto limite autosufficiente, oppure costitutivo del limite della “utilità sociale” di cui al comma 2 dell’art. 41 Cost.), non esaurisce, infatti, le ragioni dell’intervento pubblico.

L’art. 47 Cost. esprime, infatti, con l’impiego del verbo “incoraggiare”, anche un fine promozionale del risparmio: pertanto, se si vuol dare pieno significato alla disposizione in parola, non potrà obliterarsi quest’aspetto e ritenerlo assorbito nell’ottica della tutela del risparmiatore ⁽⁴⁸⁾.

Il che non vuol dire, tuttavia, che ai pubblici poteri sia richiesto di creare dei meccanismi diretti di incentivazione dell’impiego del risparmio ⁽⁴⁹⁾. La connotazione

⁽⁴⁷⁾ Si veda, in proposito, F. GUIZZI, *La tutela del risparmio nella Costituzione*, in Il Filangieri, n. 2-3-4/2005, 171, secondo il quale “quella formula consente di ritenere che oggetto di tutela non è, ancora oggi, il risparmio come tale quanto, piuttosto, quello che grazie all’esistenza e al corretto funzionamento del mercato si risolve in “investimento finanziario”. Nella rinnovata convinzione che promuovendo e tutelando quest’ultimo e le aspettative di redditività dell’investitore, oltre che l’interesse individuale, si soddisfa anche un interesse collettivo alla ottimale ed equilibrata distribuzione delle risorse e all’efficienza dell’intero sistema economico”. “Analogamente a quel che è accaduto per la disposizione dell’art. 41 che – come ebbe a osservare Mengoni – ha dovuto essere diversamente orientata, nella sua interpretazione, a misura dell’affermarsi del primato dei valori del mercato e della libera concorrenza e del loro atteggiarsi come guida del processo economico in luogo dell’intervento statale, allo stesso modo per la norma dell’art. 47 si pone una comune esigenza di “riorientamento”.

⁽⁴⁸⁾ Va condivisa quindi l’opinione di chi afferma che i Costituenti, con l’utilizzo del verbo incoraggiare, abbiano voluto obbligare l’ordinamento a delineare un obiettivo ben preciso: la cessazione degli ostacoli che impediscono al risparmiatore di allocare liberamente i propri risparmi in maniera redditizia. L’azione di incoraggiamento al risparmio è quindi un’azione di agevolazione, intrinsecamente legata al bisogno che il soggetto ha di poter contare sulla qualità dell’intervento pubblico; ha carattere dinamico, perché vincola costantemente la Repubblica a intervenire per eliminare le condizioni di incertezza e garantire il mantenimento di uno stato di fiducia che si può realizzare solo se si tutela l’intero processo di formazione e allocazione del risparmio (N. PECCHIOLO, *Incoraggiamento del risparmio e responsabilità delle autorità di vigilanza*, Torino, 2008, 59 ss.)

⁽⁴⁹⁾ Un tradizionale strumento d’incentivazione del risparmio è stato quello fiscale, ma è dubbio che possa sostenersi con certezza che tale strumento avesse come riferimento l’art.47 Cost.

promozionale dell'art.47 Cost. che rende legittimo e doveroso l'intervento pubblico sta allora in ciò, che esso (intervento pubblico) deve avere di mira la rimozione di quei limiti e quelle anomalie che distorcono la corretta allocazione del risparmio.

Il fine incentivante sui risparmiatori a fare ricorso al mercato dei capitali si produce, quindi, sul piano della maggiore fiducia che in essi genera la presenza dell'intervento pubblico a presidio del corretto funzionamento dei meccanismi di mercato di allocazione delle risorse che essi affidano al sistema finanziario ⁽⁵⁰⁾.

Occorre dunque privilegiare un'interpretazione estensiva dell'articolo in esame assumendo la tutela del risparmio 'in tutte le sue forme' quale obiettivo di azione da parte dei pubblici poteri, non solo nel settore del credito, ma in tutti gli ulteriori settori di cui si compongono i mercati finanziari ⁽⁵¹⁾, nei quali il risparmiatore versa in una

⁽⁵⁰⁾ Sul punto si veda G. DE MINICO, *Esiste ancora l'interesse alla difesa del risparmio?*, in *Politica del diritto*, 1, 2002, 165 ss. e, da altra prospettiva, M. SEPE, *Il risparmio gestito*, Bari, 2000, per il quale "La tutela costituzionale del risparmio emerge, dunque, da una lettura complessiva del comma 1 e del comma 2 dell'art. 47 Cost.: il primo comma, infatti, fa riferimento al risparmio dal punto di vista macroeconomico, e, in particolare, alla sua funzione nell'ambito della gestione dei programmi di sviluppo; il secondo comma, invece, lo fa in merito ai profili microeconomici e di giustizia sociale, cioè la trasformazione del risparmio in proprietà (ad esempio, quella abitativa). In particolare, soprattutto quest'ultimo aspetto di cui al comma 2 dell'art. 47 Cost. si riconnette all'art. 42, comma 2, Cost. che impone alla legge di rendere la proprietà privata accessibile a tutti, al fine, così, di realizzare quel profilo di democrazia economico nell'ambito di un tessuto sociale fatto anche di proprietà individuali".

⁽⁵¹⁾ In questa prospettiva, quindi, del tutto condivisibile è l'opinione di S. Amorosino sull'art. 47 Cost. e sul significato che i Costituenti attribuirono a tale disposizione. Afferma infatti l'A. che "L'art. 47 Cost. ha costituzionalizzato l'interesse pubblico primario alla tutela del risparmio mediante il controllo (in senso lato) dell'organizzazione e del buon funzionamento del settore del credito, legittimando l'adozione di leggi che disciplinano l'attività bancaria anche di norme secondarie, da parte soprattutto della Banca d'Italia ed attribuendo alla stessa penetranti poteri di vigilanza. All'epoca della stesura della Costituzione le attività di intermediazione in senso stretto erano poco diffuse ed erano concentrate nelle borse (organismi pubblici, nelle quale erano quotati pochi titoli, ma soprattutto considerate del tutto estranee al sistema creditizio). Ancor più distante e distinto era il "mondo" delle assicurazioni, nelle quali – inoltre – le forme previdenziali, oggi diffusissime, erano ancora scarsamente diffuse. A quasi settant'anni dalla stesura della Costituzione è radicalmente mutato lo scenario del mondo finanziario e, dunque, è necessariamente venuto mutando l'oggetto stesso dell'art. 47. (...). Ne consegue che il principio costituzionale di tutela del risparmio "in tutte le sue forme" deve intendersi ora riferito estensivamente a tutte le attività finanziarie che con il risparmio stesso "hanno a che fare", comprese quelle dei fondi pensione che gestiscono forme di previdenza complementare di lavoratori dipendenti e autonomi. L'art. 47, conseguentemente, va oggi considerato il pilastro sul quale si fondano tutti i pubblici poteri di regolamentazione e di controllo delle attività finanziarie delle più diverse specie: (...). In sintesi: l'art. 47 è divenuto l'"ombrello costituzionale" cui sono riconducibili le regolamentazioni, in senso lato, di tutte le attività finanziarie. (...). Proprio l'elasticità mostrata, nella costituzione vivente, dall'art. 47 consente di coglierne la sintonia con le disposizioni dei Trattati e con le più recenti decisioni degli organi istituzionali europei di costruire progressivamente un sistema, per la verità complesso e barocco, di autorità ed agenzie dell'Unione, preposte alla supervisione dei vari mercati finanziari a tutela del risparmio". Così, S. AMOROSINO, *La "costituzione economica": note esplicative di una nozione controversa*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, n. 4/2014, 217 ss., qui 234-235.

strutturale condizione di svantaggio con la propria controparte negoziale per la presenza di inevitabili “asimmetrie”, specie di carattere informativo ⁽⁵²⁾.

Volgendo lo sguardo dal piano interno a quello europeo, occorre interrogarsi su quale sia stata la decisione di ‘sistema’ adottata dai Trattati in tema di libertà economiche e di intervento pubblico e quali le ripercussioni sull’originario impianto della Costituzione nazionale da essa prodotte.

La decisione di ‘sistema’ comunitaria era chiaramente enunciata nell’ex art.4, co. 1 Tr. CE, prima della sua soppressione da parte del Trattato di Lisbona, che prescriveva agli Stati membri e alla Comunità l’adozione di politiche economiche condotte conformemente al principio di un’economia di mercato aperto e in libera concorrenza, improntata, altresì, a garantire stabilità dei prezzi e finanze pubbliche sane.

Emergeva prepotentemente da questa norma di principio l’accoglimento del paradigma neoliberalista dell’economia di mercato, seppure temperato, secondo cui lo Stato, in estrema sintesi, deve limitarsi a creare e a mantenere stabili le condizioni affinché le forze operanti nel e per il mercato possano operare efficacemente ed efficientemente, producendo ricchezza e benessere. Secondo questa impostazione, quindi, allo Stato spetterebbero compiti di ‘correzione’ del mercato, segnatamente in caso di suo inefficiente funzionamento, e di redistribuzione della ricchezza prodotta. In altri termini, prevenire ed eliminare “fallimenti di mercato” e “fallimenti di regolamentazione” ⁽⁵³⁾.

Va precisato, tuttavia, che l’art. 4 Tr. CE, ora abrogato, non costituiva una disposizione ‘monade’, ma si collocava in un contesto più ampio di disposizioni esprimenti, a loro volta, principi con cui raccordarsi.

Questi principi trovavano collocazione essenzialmente nell’ex art.2 Tr. CE (ora rifluito, con sostanziali modifiche, nell’articolo 3 del T.U.E.), richiamato dallo stesso

⁽⁵²⁾ Come è stato opportunamente evidenziato, da un punto di vista informativo il risparmiatore non ha una cognizione piena su tutto ciò che concerne la negoziazione: è l’intermediario che indica le caratteristiche del prodotto, e la sua affidabilità e competenza vengono misurate esclusivamente sulla base delle informazioni da esso fornite. Il rischio di inadempienza degli intermediari non può essere previsto se non sulla base di queste sommarie valutazioni, a fronte di un capitale interamente versato dall’investitore al momento della stipulazione del contratto. Da un punto di vista organizzativo poi, gli intermediari finanziari, per la loro posizione all’interno del mercato, possono influenzare l’andamento dei prezzi di quotazione e hanno una maggiore rapidità di previsione degli andamenti di mercato, potendo rispondere così alle crisi rivalendosi sull’investitore non professionale (così M. FRATINI, *Diritto dei mercati finanziari*, Bari, 2013, 22 ss.).

⁽⁵³⁾ Su questi temi, J. STIGLITZ, *Il ruolo economico dello Stato*, cit., ID., *La globalizzazione e i suoi oppositori*, Torino, 2002.

art. 4 Tr. CE, il quale poneva i fini ultimi dell'azione comunitaria; tra essi, in particolare, lo sviluppo armonioso ed equilibrato e sostenibile delle attività economiche; la realizzazione un elevato livello di protezione dell'ambiente; un miglioramento del tenore e della qualità della vita dei cittadini europei.

Da questo angolo prospettico, quindi, è apparso che l'art. 2 Tr. CE avesse "spezzato", di fatto, l'estremismo dogmatico neoliberista espresso dall'art. 4 Tr. CE, introducendo all'interno dello spazio europeo sostanziali temperamenti al suo libero dispiegarsi (come, per esempio, il principio di "sostenibilità" sociale e ambientale delle attività economiche); e, in ogni caso, rendendo esplicita la strumentalità dell'obiettivo del mercato comune, dell'economia di mercato, della concorrenza, della stabilità dei prezzi, rispetto alla realizzazione dei fini ultimi sopra indicati.

Il limite di fondo di quanto descritto risiede, tuttavia, nel fatto che l'unica opzione operativa che fu fatta discendere dal Trattato fu quella secondo cui il conseguimento degli obiettivi previsti dalla Comunità non potesse realizzarsi se non attraverso una politica economica improntata a libera concorrenza, mercato e finanze pubbliche sane.

Si ha così che, mentre gli obiettivi di cui era espressione l'ex art. 2 Tr. CE assumevano la veste evocativa e programmatica di un progetto di trasformazione sociale comunitaria, i dettami del neoliberismo, riprodotti nell'art.4 Tr. CE, venivano incondizionatamente accettati come la migliore soluzione possibile per assicurare il benessere collettivo europeo.

Una volta neutralizzata in gran parte l'azione dello Stato in campo economico, mediante privatizzazioni, liberalizzazioni, divieti di sovvenzioni, restrizione delle possibilità di stimolare l'economia con l'uso del debito pubblico ecc., si assiste tuttavia, contraddittoriamente, ad una nuova conformazione le libertà economiche private, questa volta ad opera del 'dittatore benevolo' ⁽⁵⁴⁾, preoccupato che gli eccessi del liberismo possano ritorcersi contro il mercato stesso, snaturandone il funzionamento.

Pertanto, mentre i fini di promozione sociale e solidaristici sono in parte negletti, a causa principalmente della dichiarata mancata conclusione del processo di creazione delle condizioni necessarie per la loro realizzazione, e si afferma il valore (o seconda altri la cultura) del mercato concorrenziale ⁽⁵⁵⁾, iniziano tuttavia a prendere corpo una serie di iniziative volte a porre una rete di protezione in favore di una platea sempre

⁽⁵⁴⁾ J. P. FITOUSSI, *Il dittatore benevolo. Saggio sul governo dell'Europa*, Bologna, 2002.

⁽⁵⁵⁾ G. AMATO, *Il gusto della libertà. L'Italia e l'Antitrust*, Roma-Bari, 1998.

più vasta di soggetti ritenuti maggiormente esposti ai rischi derivanti dalle disfunzioni e dagli eccessi del mercato.

6. I tratti evolutivi

La sintetica analisi che precede ha consentito, da un lato, di verificare se ed entro quali limiti sia legittima la presenza dei pubblici poteri in un settore economico che è stato ritenuto connotarsi assiologicamente per la sua ‘neutralità’, dall’altro, di tracciare l’evoluzione che ha caratterizzato l’intervento pubblico nel settore qui in esame e quali siano le linee dei suoi ulteriori sviluppi.

La questione assume particolare rilievo se si osserva il fenomeno considerato da una prospettiva sovranazionale. Alla formazione dell’ordinamento dei mercati finanziari non partecipano più soltanto gli Stati nazionali ma soprattutto organizzazioni sovranazionali, tra cui l’Unione europea con i consueti strumenti normativi (*hard* e *soft*), ma anche altre più complesse entità, pubbliche e private, mediante atti di incerta qualificazione ed efficacia giuridica.

E’ indubitabile che l’evoluzione che ha caratterizzato la morfologia, le dimensioni e il rilievo stesso dell’agire dei pubblici poteri in questo peculiare settore dell’economia deve la sua genesi e il suo sviluppo alla forte spinta operata in questo senso, *in primis*, dall’ordinamento europeo.

Come si sarà notato, nelle righe che precedono si è ripetutamente utilizzato il termine “evoluzione”, riferito tanto all’intervento pubblico in questo settore, quanto al settore economico in sé.

Ciò in quanto si ritiene che, nonostante i mutamenti di ‘paradigma’ di sistema a cui si è assistito ⁽⁵⁶⁾, il processo di rinnovamento che ha caratterizzato e che continua a caratterizzare il settore di cui ci si occupa, per le sue caratteristiche intrinseche ed estrinseche, sia informato a una logica sostanzialmente lineare, che non tollera, per sua natura, cesure nette rispetto a una modalità di intervento pubblico o a un assetto di mercato precedenti.

⁽⁵⁶⁾ Si vedano sempre, in proposito, le dense considerazioni di A. PREDIERI, *L’erompere delle autorità amministrative indipendenti*, cit.,

L'assunto poc'anzi esposto trova fondamento e giustificazione nei seguenti argomenti.

Quanto alla connotazione in termini evolutivi della modalità dell'intervento pubblico nell'ambito dei mercati finanziari, si può affermare che, quantunque sia vero che gli enunciati costituzionali che costituirono originariamente la base legale dell'azione pubblica in questo settore, segnatamente gli artt. 41 e 47 della Costituzione, siano stati sostanzialmente "riscritti" dai principi comunitari conferendo loro nuovi significati normativi (e valoriali), essi costituiscono pur sempre parametro ineludibile per stabilire l'*an* e l'ambito di estensione del potere pubblico nel campo della finanza privata, segnatamente quale forma di controllo pubblico di attività private da considerarsi intrinsecamente 'pericolose'.

Se certamente non è dubitabile che l'ordinamento della finanza privata del secolo scorso si presenti profondamente diverso da quello odierno e che gli enunciati costituzionali sopra indicati siano stati 'destrutturati' e 'rinnovati' nel loro contenuto dai principi dell'Unione europea (e dalle normative settoriali che hanno dato a essi attuazione), non può tuttavia ritenersi che vi sia stata una cesura netta tra i due assetti ordinamentali, avuto riguardo a quelli che sono gli elementi qualificanti il settore in questione (vale a dire gli 'attori', pubblici e privati, che vi operano, gli 'interessi' che vi convergono, la 'dimensione' del mercato, gli 'strumenti' utilizzati, le 'finalità' perseguite).

Di qui la conclusione che sia maggiormente proficuo per l'indagine che s'intende affrontare descrivere il fenomeno in termini evolutivi anziché in termini di netta cesura, potendosi al più opinare sulla "intensità" dell'intervento pubblico, ma non sicuramente sulla permanenza o meno di poteri pubblicistici sulle attività private che caratterizzano il settore qui in esame ⁽⁵⁷⁾.

Quanto detto da ultimo implica, di per sé, la non divisibilità dell'opinione secondo cui la presenza del 'pubblico' nel settore della finanza privata

⁽⁵⁷⁾ In questo stesso ordine di idee pare essere M. D'ALBERTI, *Diritto pubblico dei mercati e analisi economica*, testo dattiloscritto presentato al Convegno "Analisi economica e diritto amministrativo", Venezia, Fondazione Giorgio Cini, 28-29 Settembre 2006, il quale, dopo aver tratteggiato l'evoluzione della regolazione economica, delle sue teorie e dell'esperienza concreta dopo gli anni ottanta del novecento giunge ad affermare che "Tutto ciò non basta per sostenere che con la "regolazione" siamo in presenza di una metamorfosi dell'identità stessa della disciplina delle imprese e dei mercati. Assistiamo a trasformazioni graduali del diritto dell'economia, ma non tali da poter dire che ci troviamo al cospetto di un "diritto nuovo", il "diritto pubblico della regolazione economica", di fronte al quale il "diritto pubblico dell'economia" ormai sarebbe poco più di un ferro vecchio" (15-16 del testo dattiloscritto).

rappresenterebbe una ‘variabile’, storicamente determinata, e non già una ‘costante’ che caratterizza qualsiasi moderno Stato democratico.

Su un piano generale, è indubitabile, infatti, che il progressivo smantellamento a opera del diritto europeo degli ostacoli frapposti dagli ordinamenti nazionali alla libera circolazione dei servizi finanziari e dei capitali all’interno dello spazio europeo, che ha consentito lo sviluppo sempre più rapido dei processi d’internazionalizzazione dei mercati finanziari, favorito in ciò dall’affermarsi e dal diffondersi di tecnologie sempre più sofisticate (la c.d. *net economy*), abbiano posto le condizioni per la creazione di un contesto ordinamentale incomparabilmente diverso rispetto a quello in cui questi processi di cambiamento sono sorti.

I fenomeni più evidenti di tale mutamento di contesto o di ‘paradigma’ – a cui sono stati attribuiti, a seconda dei contesti e dei momenti storici, i termini ‘liberalizzazione’, ‘deregolamentazione’, ‘privatizzazione’ ecc. – rifletterebbero se non proprio un nuovo modo di concepire il rapporto tra Stato e cittadino, sicuramente un modo diverso di intendere i rapporti tra Stato ed economia. L’idea di fondo di tale impostazione, che ha esercitato per lungo tempo una influenza dominante sul dibattito giuridico ed economico intorno ai temi qui trattati, è che l’azione dei soggetti privati sia di gran lunga preferibile rispetto a quella del soggetto pubblico: la prima, in quanto strutturalmente *market oriented* è, come tale, sicuramente più efficace ed efficiente rispetto alla seconda che, invece, è informata a logiche e persegue fini non compatibili con gli obiettivi di efficienza economica ⁽⁵⁸⁾.

Di qui la tendenza ad auspicare e a favorire un progressivo smantellamento *tout court* della presenza pubblica nell’economia, ovvero, in subordine, di circoscrivere le sue funzioni essenzialmente a quello di ‘arbitro’ dei mercati, assicurando la ‘parità delle armi’ tra gli operatori economici, anche mediante la produzione delle ‘regole del gioco’ a ciò necessarie, e di ‘custode’ dei mercati, sanzionando coloro i quali tali ‘regole del gioco’ non rispettino.

Sotto questo profilo, il comparto dei mercati finanziari è stato particolarmente inciso dalla predetta tendenza.

Tuttavia, la de-pubblicizzazione dei mercati borsistici, con l’attribuzione della relativa gestione a imprese private, e la conseguente promozione di forme più o meno

⁽⁵⁸⁾ Sul tema, assai interessante D. RODRIK, *The Globalization Paradox*, Oxford, 2011.

ampie di autoregolazione da parte degli operatori di mercato – si pensi ai codici di autodisciplina di *corporate governance* per citare alcuni esempi tra i più rilevanti – ha quasi paradossalmente prodotto l'effetto, di rafforzare ulteriormente la necessità della permanenza nel settore dei poteri pubblici a tutela di interessi generali, quali la trasparenza e la stabilità del mercato finanziario, nonché, mediatamente, a tutela dei soggetti che a quel mercato si rivolgono in qualità di investitori-risparmiatori.

E ciò a prescindere dal considerare che nel contesto della regolazione dei mercati finanziari, tra libertà d'iniziativa economica e esigenze di tutela del consumatore-risparmiatore e di funzionamento del mercato stesso, la prevalenza accordata all'uno o all'altro interesse è in grado di determinare scelte operative e di 'sistema' tra loro considerevolmente diverse, che si collocano in uno spettro di opzioni i cui estremi sono rappresentati, si ripete, da un sostanziale "astensionismo" (agnostico), da un lato, e da un pervasivo e ingerente controllo (paternalistico), dall'altro.

Di qui, quindi, l'esistenza di quel tratto di continuità, cui si è prima fatto cenno, tra il precedente assetto della disciplina di settore, connotato in senso fortemente pubblicistico, e quello attuale, dove invece è evidente una maggiore impronta privatistica.

Ciò, peraltro, non significa – e lo si è già detto – che la nuova complessiva disciplina dei mercati finanziari sia assimilabile a quella del recente passato, ma piuttosto che non vi è stata alcuna ritrazione dell'azione dei pubblici poteri da questo campo dell'economia, essendone solo mutate le caratteristiche morfologiche e funzionali.

L'intervento pubblico nel sistema finanziario – o per usare una terminologia maggiormente in voga, la regolazione pubblica del sistema finanziario – si iscrive quindi tra gli elementi indefettibili dell'esistenza stessa del sistema cui è rivolto e alla cui evoluzione contribuisce.

D'altronde, anche ad un disattento osservatore non sfuggirebbero le molteplici ragioni che giustificano la necessità della presenza dei pubblici poteri nell'ambito dei mercati finanziari.

La letteratura in tema di regolazione dei mercati finanziari, soprattutto economica, ha da tempo sottolineato l'importanza dell'azione dei pubblici poteri in questo campo e le ragioni della disciplina speciale dei mercati finanziari.

Si evidenzia, in primo luogo, come l'efficienza del mercato finanziario abbia un'importanza cruciale per lo sviluppo dell'economia reale di un paese: una volta che

la veicolazione del risparmio privato verso il sistema produttivo in via diretta (nella fattispecie alle imprese che fanno ricorso al mercato offrendo titoli di partecipazione al capitale azionario o facendo ricorso all'indebitamento per finanziare le proprie politiche di sviluppo e di incremento della produttività), assume una dimensione quantitativamente e qualitativamente significativa, diventa essenziale il mantenimento delle condizioni di efficienza (vale a dire della sua capacità di attrarre risorse dal mercato stesso) affinché l'afflusso del risparmio verso di esso, essenziale per il suo stesso sviluppo, non s'interrompa o diminuisca sensibilmente ⁽⁵⁹⁾.

E' di tutta evidenza che, a fronte di un mercato finanziario efficiente in cui le fonti di finanziamento diretto si affiancano, se non proprio si sostituiscono, a quelle indirette provenienti dal sistema creditizio, le fonti di accesso alle risorse finanziarie si moltiplicano soprattutto per quei soggetti che hanno maggiori difficoltà a ottenere sostegno finanziario dal settore bancario, alimentando in tal modo la capacità dell'intero sistema di economia reale di svilupparsi con maggiore equilibrio e ampiezza.

In secondo luogo, si sottolinea come proprio in virtù dell'esigenza di assicurare efficienza al mercato finanziario diventi essenziale che i pubblici poteri esercitino diffuse attività di controllo sul funzionamento del mercato nel suo insieme e sull'attività dei soggetti che in esso operino, al fine di prevenire una serie di eventi che abbiano come effetto quello di minare la sua stabilità o la fiducia che i risparmiatori ripongono nei soggetti che vi operino.

Sotto il primo versante, l'obiettivo della stabilità del sistema finanziario, espressivo dell'esigenza di assicurare una complessiva capacità degli operatori di mercato di far fronte alle obbligazioni da essi contratte (in particolar modo nei riguardi dei creditori-risparmiatori e degli altri intermediari), è preordinato, attraverso l'uso di strumenti di tipo prudenziale (segnatamente mediante l'imposizione di coefficienti patrimoniali), a evitare che l'insorgenza di eventuali insolvenze a carico di uno o più operatori finanziari possa sortire effetti di propagazione all'intero sistema ⁽⁶⁰⁾, minando fin nelle fondamenta le condizioni minime occorrenti per un corretto e ordinato funzionamento del mercato.

⁽⁵⁹⁾ In argomento si veda, per tutti, M. ONADO, *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, Bologna, 2015.

⁽⁶⁰⁾ Come è noto, è questo il fondamento teorico su cui si fonda la c.d. regolamentazione e vigilanza prudenziale. In argomento si veda, fin d'ora, P. ROSSI, *La vigilanza regolamentare*, in A.M. TARANTOLA RONCHI - F. PARENTE - P. ROSSI, *La vigilanza sulle banche e sui gruppi bancari*, Bologna, 1996, 117-163.

Sotto il secondo versante, l'obiettivo di garantire la fiducia dei risparmiatori nei riguardi del mercato è direttamente connesso alla questione della correttezza dei comportamenti dei soggetti che vi operano.

Il rilievo dell'elemento fiduciario nell'ambito del settore qui in esame trae origine, come è noto, dall'inevitabile e diffusa asimmetria di informazioni che contraddistingue i rapporti intercorrenti tra la categoria dei risparmiatori-investitori, da una parte, e quella degli intermediari e degli emittenti, dall'altra.

A prescindere dall'esistenza di fattori non direttamente controllabili da parte dei risparmiatori-investitori, la correttezza dei comportamenti degli operatori di mercato è difficilmente verificabile dai primi se non a costi elevatissimi e con dubbi benefici.

Si rivela, infatti, di dubbia rispondenza alla realtà l'opinione secondo cui la diffusione in misura ottimale nel mercato di informazioni sugli emittenti e sull'operato degli intermediari derivi dal naturale funzionamento, secondo regole di concorrenza, del mercato stesso.

Si è, al contrario, dimostrata la naturale inclinazione dei c.d. *insiders*, cioè dei soggetti operanti all'interno dell'impresa intermediaria ovvero dell'emittente, a diffondere meno notizie possibili al mercato (rendendo in tal modo sub-ottimale la formazione dei relativi prezzi) o ad adottare comportamenti opportunistici a danno dei risparmiatori (fino a giungere alle forme più estreme di commissioni di abusi di mercato, nella forma di manipolazione o di abuso di informazioni privilegiate).

In altri termini, e in prima approssimazione, può dirsi che la giustificazione dell'intervento pubblico in questo settore trovi il proprio fondamento nell'incapacità del mercato di eliminare o di ridurre, entro limiti fisiologici, i rischi del proprio "fallimento" (neutralizzando, per esempio, quelle condizioni che possano favorire la creazione di situazioni monopolistiche, la possibile insorgenza di conflitti di interesse e di situazioni di abuso di informazioni privilegiate) e di evitare, quindi, la produzione di risultati sub-ottimali.

Si comprende, inoltre, alla luce di quanto detto, come la regolazione dei mercati finanziari abbia natura 'proteiforme', assuma cioè svariate forme che vanno dalla segmentazione dei mercati ⁽⁶¹⁾, ai controlli all'entrata e sullo svolgimento dell'attività

⁽⁶¹⁾ Prevedendosi riserve di attività per certe categorie di soggetti e all'interno della medesima categoria ulteriori sub riserve di attività

(⁶²), alla posizione di requisiti prudenziali che devono essere posseduti dagli operatori di mercato, e carattere ‘multipolare’, avuto riguardo ai diversi interessi avuti di mira.

Ma a fronte di questi obiettivi, tutti strumentali alla realizzazione di condizioni di mercato stabili ed efficienti, ormai considerati alla stregua di beni pubblici (sicuramente in senso economico, stante – come già rilevato – il ruolo di primo piano che odiernamente svolge il sistema finanziario per la crescita dei sistemi economici contemporanei), si erge un ulteriore obiettivo di più pregnante significato: la tutela dell’investitore-risparmiatore.

La posizione di rilievo assunta di recente dalla tutela dell’investitore-risparmiatore nell’ambito delle *policies* relative ai mercati finanziari si fonda sui molteplici crack finanziari che hanno interessato la *financial industry* internazionale, ivi compresa quella italiana, e che hanno portato alla ribalta le ‘smagliature’ di cui il sistema sarebbe affetto, segnatamente sotto questo profilo specifico.

La conseguenza è stata lo spostamento del baricentro delle riflessioni intorno alla regolazione del sistema finanziario dal circoscritto ambito delle vicende legate alla stabilità e alla trasparenza del sistema nel suo complesso a quello della garanzia e tutela dei diritti dei singoli che si rivolgono al mercato affidando a esso i propri risparmi, in una parola alla tutela del risparmio.

Difatti, come accennato in precedenza, la tesi secondo cui un mercato libero, trasparente e concorrenziale è di per sé garanzia per i risparmiatori-investitori, che sarebbero in tal modo messi al riparo da comportamenti scorretti degli operatori di mercato che operano sul lato dell’offerta (intermediari o emittenti), tale che non occorra una regolazione pubblicistica che ponga in capo a quest’ultimi obblighi di informazione a beneficio dei clienti e del mercato e stabilisca regole in tema di conflitti d’interesse, ha mostrato nell’esperienza concreta la sua intrinseca debolezza argomentativa, quanto la sua irrealizzabilità pratica.

Tuttavia, il riposizionamento al centro del dibattito giuridico della tutela del risparmio, seppur declinato nell’accezione individualistica della tutela del risparmiatore, se da un lato ha avuto il merito di rendere ulteriormente evidente la doverosità dell’intervento pubblico in questo ambito, dall’altro conduce a rendere ancora più

(⁶²) Si pensi alle autorizzazioni, ai requisiti di professionalità e onorabilità per i detentori di partecipazioni rilevanti nelle società di intermediazione o di gestione di mercato e dei relativi esponenti aziendali, agli obblighi di informazione periodica a cui sono soggetti le società autorizzate, la soggezione ad attività ispettive delle Autorità di regolazione di settore, ecc.

pressante la verifica circa l'ampiezza degli spazi d'intervento consentiti ai pubblici poteri.

Questi ultimi, infatti, alla luce delle rinnovate esigenze sopra descritte, non possono limitare la propria azione a soddisfare essenzialmente esigenze "strutturali", vale a dire correlate alla stabilità sistemica dell'intero comparto, ma al contrario devono orientarla in modo e in misura tale da assicurare effettività alla tutela del risparmio, in una continua e delicata opera di conciliazione tra il valore del mercato e della libera iniziativa economica, da un lato, e il valore della tutela del risparmio e dei diritti degli investitori-risparmiatori, dall'altra, entrambi riconosciuti e garantiti a livello costituzionale.

7. Conclusioni

L'ultima crisi economica mondiale ha dimostrato la fallacia delle impostazioni (o, quantomeno, delle sue più rigide declinazioni) sopra rammentate e ha, contestualmente, fatto riscoprire come la presenza dello Stato nell'economia sia coesistente all'esistenza e al funzionamento di qualsivoglia sistema organizzato o spontaneo che si suole denominare mercato ⁽⁶³⁾. Quel che resta indefinito e incerto è piuttosto il modo in cui questa rinnovata esigenza dell'intervento pubblico debba o possa manifestarsi ⁽⁶⁴⁾.

In tale contesto di incertezza e indeterminatezza, sembra allora che possa tornare utile affidarsi, per inquadrare la relazione tra potere pubblico e le libertà economiche dei privati, nel cui ambito si svolgono i processi in questione, nonostante si sia al cospetto di mutamenti ordinamentali imponenti, radicali e di carattere sistemico, alla

⁽⁶³⁾ G. ROSSI, *Crisi del capitalismo e nuove regole*, in *Rivista delle società*, 2009, 935: "Quel che pare certo è che la globalizzazione privata dell'economia richiede ormai con urgenza una disciplina pubblica, qualunque siano i mezzi e le dimensioni di una sua attuazione e applicabilità". Analogamente, M. D'ALBERTI, *Lezioni di diritto amministrativo*, cit., 26, a giudizio del quale "La recente crisi finanziaria ed economica globale ha accentuato la necessità di forti interventi pubblici e di misure amministrative: nazionalizzazioni, ricapitalizzazioni di istituti finanziari, sovvenzionamenti a settori industriali, meccanismi neoprotezionistici ne sono eloquente testimonianza".

⁽⁶⁴⁾ E' condivisibile pertanto l'osservazione secondo cui "Il nuovo ruolo economico dello Stato sarà sicuramente uno fra i temi di maggior interesse per la ricerca nei prossimi anni": così L. TORCHIA, *La regolazione del mercato e la crisi economica globale* (per gli ottant'anni di Guido Rossi). Testo dell'intervento, corredato di indicazioni bibliografiche essenziali, svolto al convegno Sistema dei controlli e diritto dell'impresa. Seminario per gli ottant'anni di Guido Rossi, tenutosi a Roma il 22 marzo 2011 presso la Facoltà di Giurisprudenza dell'Università di Roma Tre.

tradizionale, ma sempre attuale, categoria concettuale dicotomica del rapporto autorità-libertà.

Si ritiene, infatti, che la dialettica autorità-libertà, come schema generale descrittivo del modo di atteggiarsi della relazione della sfera pubblica e la sfera dei privati, nonostante se ne sia, da un certo momento in poi, predicato un forte ridimensionamento e se ne sia contestata la natura euristica, continui ad avere la capacità di esprimere, più di altri schemi concettuali, non solo l'ineliminabile relazione di alterità che intercorre tra i pubblici poteri e l'individuo, tra la sfera dell'autorità e la sfera della libertà, tra l'interesse pubblico e l'interesse privato, ma anche, in una prospettiva diacronica, il modo in cui detta alterità si attegga, e in particolare le forme e i moduli giuridici (istituti e strumenti) che di volta in volta sono assunti per stabilire un equilibrio 'dinamico' tra essi.

Quest'alterità, tuttavia, non sottende l'idea che i soggetti dell'autorità sono portatori di interessi loro propri contrapposti a quelli di cui sono portatori i soggetti della libertà. L'idea che lo Stato, in quanto titolare della sovranità sia, per ciò stesso, titolare di poteri autoritativi per la realizzazione dei suoi propri fini non ha alcun fondamento in uno Stato di diritto. I termini della dicotomia, allora, sorgono in ragione del fatto che con l'affermarsi dello Stato moderno, il nuovo titolare della sovranità, il popolo, per il tramite dei propri rappresentanti, individua nella legge, di volta in volta, l'interesse pubblico che spetta agli apparati amministrativi, quali strutture serventi, realizzare in concreto. E' questo momento di concretizzazione dell'interesse pubblico che può portare all'incisione della sfera giuridica del privato, della sua libertà, se pur in vista di fini sociali, e a dare così contenuto e dimensione alla relazione autorità-libertà la quale, in tal modo, rappresenta un utile schema entro cui è possibile ricondurre le principali manifestazioni dell'agire amministrativo, anche laddove abbia riguardo ai mercati finanziari ⁽⁶⁵⁾. Questa categoria dicotomica continua, inoltre, a conservare una validità

⁽⁶⁵⁾ Sul rapporto autorità-libertà si veda M.S. GIANNINI, *Diritto Amministrativo*, II ed., Milano, 1988; mentre con specifico riferimento al tema di rapporti economici, invece, si rinvia a L. TORCHIA, *Il controllo pubblico della finanza privata*, Padova, 1992, 6-11 e alla bibliografia ivi citata. Si veda, inoltre, con riferimento al potere amministrativo, quanto afferma V. CERULLI IRELLI, *Corso di diritto amministrativo*, Torino, 2001, 332: "sul piano funzionale, con riferimento cioè alla cura degli interessi, il potere si caratterizza per ciò che l'interesse la cui cura viene espressamente attribuita ad una determinata autorità amministrativa è interesse che non pertiene all'autorità medesima, non è proprio di essa, ma perviene alla collettività, al pubblico, a fronte del quale la posizione dell'autorità titolare del potere è del tutto servente. E l'esercizio del potere acquista il carattere delle doverosità laddove esigenze di cura dell'interesse si manifestano in concreto" (corsivo dell'autore).

esplicativa della dinamica delle relazioni Stato-individuo poiché consente di rilevare come, accanto all'espansione del polo della 'libertà', cui indubbiamente si è assistito in questi ultimi anni, siano contestualmente emerse nuove esigenze di tutela a favore di soggetti che hanno visto progressivamente ridurre le possibilità di garanzia effettiva dei propri diritti rispetto ad atti d'autonomia di soggetti privati, spesso compiuti in posizione di supremazia 'di fatto', e che, per tale motivo, invocano una nuova espansione del polo della 'autorità' in funzione di tutela.

CAPITOLO II

LA REGOLAZIONE NELL'AMBITO DEI MERCATI FINANZIARI

SOMMARIO: 1. L' 'erompere' della teoria della regolazione. Regolazione del mercato e regolamentazione: la definizione del relativo statuto giuridico. – 2. Il fondamento 'legale' della funzione di regolazione intestata alle Autorità amministrative indipendenti di settore. Il ruolo della giurisprudenza nella costruzione della funzione di regolazione. – 3. Le tecniche di regolazione: tra strumenti di *hard* e *soft law*. – 4. I procedimenti di regolazione. La consultazione del mercato come veicolo di legittimazione democratica. Qualità della regolazione e principio di proporzionalità. – 4.1. (Segue) La regolazione per atti generali nell'ordinamento italiano. Il procedimento per l'adozione di atti di regolazione generale della Consob. – 4.2. (Segue) Il procedimento di regolazione dell'ESMA (Cenni).

1. L' 'erompere' della teoria della regolazione. Regolazione del mercato e regolamentazione: la definizione del relativo statuto giuridico

Sulla scorta delle riflessioni svolte nel precedente capitolo è allora agevole spiegare i tratti salienti di quello che qui si definisce il processo di destrutturazione dello Stato e dell'agire pubblico in campo economico ⁽⁶⁶⁾.

Dall'introduzione nell'ordinamento interno del mercato concorrenziale come principio informatore delle relazioni economiche sia in senso verticale (pubblico-privato) che in senso orizzontale (privato-privato) scaturisce il bisogno di riformulare, fin dalle fondamenta, il modo di concepire la presenza del 'pubblico' nell'economia e, conseguentemente, di ridefinire le rispettive sfere di competenza del 'pubblico' e del privato ⁽⁶⁷⁾.

⁽⁶⁶⁾ Al di là di come si voglia denominare questo fenomeno e della prospettiva dalla quale muovere, non può non rilevarsi che i rinnovamenti in corso abbiano investito su un piano generale il modo d'interpretare i rapporti tra economia e diritto. Si vedano, in argomento, le dense considerazioni di F. GALGANO, *Lex Mercatoria*, in Enciclopedia del diritto, Agg. V vol., Milano, 2001, 721 ss., il quale, per esempio, attribuisce la causa della ricomposizione nel tempo presente dei rapporti tra diritto economia essenzialmente all'avvento della società post-industriale e alla globalizzazione dei mercati.

⁽⁶⁷⁾ Convenzionalmente si fa coincidere questo ingresso con l'inizio degli anni novanta del secolo scorso, periodo in cui, unitamente all'avvio un robusto processo di privatizzazione, per molti aspetti più formale che sostanziale e mosso da esigenze di risanamento della finanza pubblica anziché da una visione strategica di politica economica e industriale del Paese, fu istituita la Autorità garante della concorrenza e del mercato in attuazione dell'art. 41 Cost. (che peraltro, sul piano letterale, non contempla affatto la parola mercato).

Sul piano costituzionale, come ricordato su innanzi, il segno più evidente del cambiamento lo si coglie nell'art. 41 Cost. laddove prevede(va) la programmazione come possibile strumento di coordinamento dell'attività economica pubblica e privata per la realizzazione di fini sociali (co.3). L'opportunità offerta dal 3° co. dell'art.41 Cost. della pianificazione come via alternativa al modello di economia capitalistica per lo sviluppo e il conseguimento dei fini supremi della Repubblica, riassunti negli artt.2 e 3 Cost., viene giuridicamente obnubilata dall'ingresso, per il tramite dell'art.11 Cost. della regola del mercato concorrenziale, che diviene l'unico strumento praticabile per realizzare non solo l'insieme degli obiettivi comunitari, ma anche quelli fondamentali espressi dalla Costituzione.

Se questo è il tratto più evidente e se, quindi, consideriamo per intero l'effetto estremo che produce sul sistema disegnato dai nostri costituenti, abbiamo, allora, che la regola del mercato concorrenziale fa venir meno il fondamento costituzionale del dirigismo pubblico nell'economia, quantomeno nella sua forma più spinta.

Quale conseguenza meno estrema della regola in parola, ma del pari fortemente simbolica, si ha, invece, nel progressivo smantellamento della figura dello Stato imprenditore ⁽⁶⁸⁾. Tale forma d'interventismo 'diretto', che è stata consustanziale all'assetto posto dalla carta costituzionale, soprattutto negli artt.41, 42 e 43 Cost., viene a sua volta meno perché a venir meno è il presupposto che ne legittimava la presenza.

L'imporsi dell'idea del mercato concorrenziale come regola, infatti, rende evidente l'insostenibilità di un'economia 'pubblico-centrica', che, si assume per definizione, non può né potrebbe tendere a realizzare l'efficienza del mercato e a perseguire logiche di profitto, bensì a conseguire prioritariamente fini d'interesse generale.

L'inconciliabilità assiologica tra la "regola" della concorrenzialità nel mercato e le diffuse posizioni di monopolio pubblico resero quindi improcrastinabile, stando alla voce del dibattito pubblico al tempo imperante, la dismissione delle partecipazioni azionarie detenute dallo Stato in società private e, correlativamente, la trasformazione in società per azioni delle imprese pubbliche, con conseguente (ri)espansione di nuovi spazi di azione per l'iniziativa privata.

⁽⁶⁸⁾ Con tale formula, come è noto, si indica tradizionalmente la scelta ordinamentale dei poteri pubblici di intervenire nell'economia, attraverso l'adozione di formule organizzative diverse (l'organo, l'ente pubblico, la società per azioni a partecipazione pubblica) facendosi essi stessi produttori e fornitori di beni e servizi.

Il processo di privatizzazione e, più in generale, la formale ritrazione dei pubblici poteri dal terreno dell'intervento nell'economia, non è certamente spiegabile solo in chiave di emersione e consolidamento di un nuovo 'paradigma' dei rapporti pubblico-privato nel campo dell'economia.

L'esigenza di riportare presto in equilibrio le precarie condizioni della finanza pubblica nazionale, in particolare, e altre vicende di natura politica squisitamente interne al nostro ordinamento, più in generale, svolgono, infatti, un ruolo "ancillare" e concorrente nella realizzazione del nuovo paradigma ('destrutturazione' delle funzioni tradizionalmente esercitate dai pubblici poteri nell'economia) e nell'affermazione *tout court* della "regola" del mercato.

Si è così di fronte a uno scenario in cui un insieme di fattori, eterogenei e non necessariamente coordinati, convergono a realizzare l'obiettivo di infrangere, diremmo quasi iconoclasticamente, il primato della dimensione pubblica su quella privata nel campo dell'economia.

Se il quadro d'insieme sinteticamente esposto è quello che esprime i mutamenti di maggior evidenza circa l'atteggiarsi della presenza pubblica nell'economia, ciò tuttavia non esaurisce il discorso in merito ai cambiamenti che, sotto altro profilo, ne hanno interessato l'ambito.

Ritornando a ragionare sull'art.41 Cost., non può sottacersi che, nonostante abbia perso efficacia applicativa la norma che maggiormente lo caratterizzava, questa disposizione mantiene intatto il proprio impianto originario circa i limiti che possono esser posti alla libertà di iniziativa economica, i quali, anzi, acquistano nel nuovo contesto, incentrato sulla "regola" del mercato concorrenziale, nuovo e rinnovato vigore.

Infatti, mentre, da un lato, si assiste alla dissoluzione, per i pubblici poteri, della possibilità di conformare l'attività economica privata affinché "partecipasse" all'attuazione degli indirizzi di politica economica di volta in volta ritenuti rilevanti; dall'altro, si attesta un progressivo incremento di limiti all'attività economica privata, che divengono sempre più stringenti e selettivi, cui si correla un rafforzamento e un'estensione dei poteri di controllo e sanzionatori sulle attività economiche private.

Peraltro, a dispetto di quel che può apparire in superficie, la "regola" del mercato concorrenziale non bandisce la presenza dei pubblici poteri nell'economia, ma la presuppone. Essa piuttosto inibisce la possibilità per i pubblici poteri di "dirigere"

L'attività economica privata per il conseguimento di scopi ritenuti di interesse generale – e quindi si frappono alla eterointegrazione da parte dei pubblici poteri dei fini che muovono gli agenti economici nel compimento di atti di autonomia privata – ma non anche di porre norme a garanzia di diritti e libertà di grado costituzionale pari o superiore a quello della libera iniziativa economica; posizione di norme che, pertanto, assume carattere di doverosità.

Peraltro, l'affermazione nell'ordinamento interno della “regola” della concorrenza e del mercato, legittimata a livello costituzionale dalla “nuova” lettura che è stata data del testo dell'art. 41 Cost., non ha determinato, come è stato spesso affermato, l'arretramento della presenza dei pubblici poteri nell'economia. Al contrario, questa presenza è stata mantenuta ferma in termini di intensità, se non addirittura aumentata. Quello che è mutato, piuttosto, è il paradigma concettuale per cui si giustifica la presenza e il ruolo che i pubblici poteri sono chiamati a giocare in questo nuovo scenario, e che si concreta, in termini tendenzialmente prevalenti, nella posizione di regole atte o a prestabilire assetti di interessi che si assumono preferibili ovvero a garantire, unitamente all'integrità e alla stabilità in sé del mercato considerato, che i partecipanti allo stesso possano definire, nell'ambito delle multiformi manifestazioni attraverso cui possono instaurarsi rapporti negoziali ⁽⁶⁹⁾, l'assetto di interessi che intendono realizzare in quella sede “a condizioni paritarie”.

Funzione di regolazione in termini di garanzia che rappresenta, quindi, il “medio logico” per assicurare ai partecipanti al mercato quella che, con formula arguta, è stata definita la *par condicio* delle armi nel contraddittorio concorrenziale ⁽⁷⁰⁾.

Sotto altro profilo, questo mutamento di prospettiva impone di ripensare gli ordinari moduli dell'agire pubblico. Questo ripensamento muove lungo due direttrici che ben rappresentano i cambiamenti occorsi.

Per quel che riguarda l'attività dei pubblici poteri, si inizia a diffondere, in questo nuovo quadro di relazioni tra ‘pubblico’ e privato nell'ambito dell'economia, l'idea che l'azione dei pubblici poteri debba manifestarsi per il tramite della “regolazione”, formula linguistica, di ampia portata semantica, il cui significato giuridico rimane in

⁽⁶⁹⁾ Mercato: luogo, come è noto, dove i rapporti di forza tra le parti intervenienti non sono mai definiti una volta per tutte, ma assumono, di volta in volta, connotati differenti, a seconda delle circostanze del caso concreto.

⁽⁷⁰⁾ F. MERUSI, *Democrazia e autorità indipendenti. Un romanzo “quasi” giallo*, Bologna, 2000.

principio oscuro e ambiguo, in quanto “non è rivolta alla cura di un interesse pubblico (...), bensì a “conciliare principi e valori di sistema, in una prospettiva sempre più *market oriented*, con diritti e interessi contrapposti, ma equiordinati, dei privati”⁽⁷¹⁾.

Per quel che concerne l'organizzazione dei pubblici poteri, si assiste alla nascita e alla proliferazione di nuove autorità pubbliche ⁽⁷²⁾, anch'esse in origine di dubbia natura, ma di cui poi si verrà ad accertare il loro carattere amministrativo ⁽⁷³⁾, seppure con uno statuto “speciale”, a cui sono affidati in cura ampi settori dell'economia in cui vengono in giuoco beni costituzionalmente rilevanti, e il cui elemento caratterizzante consisterebbe nell'elevata, in alcuni casi (nella ritenuta) totale, indipendenza della loro azione dall'indirizzo politico espressione degli apparati politici di Governo ⁽⁷⁴⁾.

Avviatosi sul finire degli anni settanta un progressivo processo di “sterilizzazione” della capacità delle autorità politiche di orientare le scelte degli operatori economici privati in direzione dell'attuazione di obiettivi di politica economica ⁽⁷⁵⁾, comportante

⁽⁷¹⁾ G. NAPOLITANO, *Regole e mercato nei servizi pubblici*, Bologna, 2005, 97 ss., in part. 102.

⁽⁷²⁾ Come noto, l'espressione è di A. PREDIERI, *L'erompere delle autorità indipendenti*, in ID. (a cura di), *Le Autorità indipendenti ne sistemi istituzionali ed economici*, Firenze, 1997.

⁽⁷³⁾ Questo, d'altronde, è la principale argomentazione con cui G. MORBIDELLI, *Sul regime amministrativo delle autorità indipendenti*, in *Scritti di diritto pubblico dell'economia*, Torino, 2000, 168 (ma anche in A. PREDIERI (a cura di), *Le Autorità indipendenti ne sistemi istituzionali ed economici*, Firenze, 1997, 145-257) fonda la opinione che le autorità indipendenti italiane siano pubbliche amministrazioni: “stante l'impossibilità di definire l'attività amministrativa (e dunque di identificare le amministrazioni) attraverso un criterio contenutistico, giacché una caratterizzazione oggettiva della funzione amministrativa non esiste, non resta che definirla –secondo il noto schema risalente a Laband- attraverso un criterio residuale: è attività amministrativa tutto ciò che non è di competenza né dei giudici né delle Camere, e può consistere anche in atti normativi (regolamenti) o in attività decisorie (...)”. All'opposto, altra dottrina contesta quest'argomento, ritenendo che è proprio l'affermarsi delle Autorità indipendenti a rimettere in discussione la lettura tradizionale delle odierne costituzioni continentali: “è possibile che le Autorità indipendenti (...) ci inducano a chiederci quanto sia vero che la divisione dei poteri sia ed abbia ad essere trina e quanto sia vero, in particolare, che tutto ciò che non è giudiziario debba essere ricondotto alla direzione politica dell'esecutivo” (così G. AMATO, *Le Autorità indipendenti ...*, cit., 10).

⁽⁷⁴⁾ Quelle riportate sono le “etichette” che maggiormente vengono usate dagli studiosi di diritto pubblico. All'interno della categoria viene poi ulteriormente distinto, ad opera di alcuni autori, tra “autorità di garanzia” e “autorità di regolazione”, o sotto altro angolo visuale, tra “autorità indipendenti” e “autorità semi-indipendenti”. Come diremo meglio in seguito, queste sotto-classificazioni, a nostro avviso, sono fuorvianti perché ammesso (e non concesso) che la loro classificazione poggi sull'analisi della natura delle funzioni esercitate (su cui si può anche discutere), e quindi utilizzi, alla fin fine, un criterio “quantitativo” di prevalenza di una funzione sulle altre, esse obliterano sostanzialmente la caratteristica propria di tali istituzioni, cioè quella di essere strutture funzionalmente complesse, irriducibili quindi entro uno schema classificatorio definito, se non a fini meramente descrittivi o didattici. Nel senso qui considerato v. quanto afferma A. LA SPINA: “in definitiva, se ci si attiene alla bipartizione garanzia/regolazione (e, di conserva, a quella indipendenza/semi-indipendenza (è esplicito il richiamo alla nota tesi di G. AMATO, *Autorità semi-indipendenti e autorità di garanzia*, in Rivista trimestrale di diritto pubblico, 3, 1997, 645-664) si ha una classificazione non esaustiva dell'insieme dei casi, perché alcuni organismi non si collocano bene in nessuna delle due classi individuate, né si ottengono classi mutuamente esclusive, perché alcuni casi presentano caratteristiche ibride” (A. LA SPINA, G. MAJONE, *Lo Stato regolatore*, Bologna, 2000, 302).

⁽⁷⁵⁾ A nostro avviso, siffatte motivazioni paiono più convincenti rispetto a quelle avanzate comunemente dalla dottrina (ma non da tutta, s'intende), quali, ad esempio, quella secondo cui “la diffusione delle

l'impossibilità per esse di adottare atti amministrativi di impronta, direttamente o mediatamente, "dirigista" dell'economia, prende piede e si consolida sul finire degli anni ottanta l'opinione, predominante nel dibattito pubblico, accademico e istituzionale, che i pubblici poteri debbano intervenire nell'economia essenzialmente, se non proprio esclusivamente, attraverso organismi, caratterizzati dalla alta competenza tecnica dei titolari dei propri organi e soprattutto indipendenti dal potere politico, preposti alla cura di un determinato settore economico, il cui principale compito consisterebbe nel porre regole, per lo più di natura 'condizionale' (o altrimenti dette regole 'neutrali'), che non imporrebbero ai loro destinatari il perseguimento di fini eterodeterminati, né sarebbero il prodotto dell'esercizio di poteri implicanti il contemperamento di interessi pubblici primari e secondari e interessi privati, e nel verificarne il rispetto da parte di coloro ai quali si applicano.

Da qui l'insorgenza del dibattito, correlato a quello principale, intorno al concetto di regolazione, incentrato essenzialmente, quanto meno nel momento iniziale, sul quesito se tale espressione abbia un significato giuridico e, se del caso, quale; oppure se essa si risolva in una formula linguistica che descriva, in maniera riassuntiva, un fenomeno rilevante per il diritto e i modi del suo manifestarsi ⁽⁷⁶⁾.

Al di là dei tentativi fatti da alcuni di individuare il *proprium* della regolazione nell'interesse pubblico sotteso a questa funzione, che è quella di assicurare il corretto funzionamento di un settore, o di assicurare la *par condicio* concorrenziale all'interno del mercato, la regolazione sembra in realtà corrispondere in definitiva alle tradizionali attività dei pubblici poteri svolte mediante moduli autoritativi.

Secondo le definizioni che si rinvergono nei documenti OCSE, il termine regolazione esprime comprensivamente *the diverse set of instruments by which governments set requirements on enterprise and citizens. Regulations includes laws, formal and informal orders and*

amministrazioni indipendenti nel nostro paese è stata notevolmente favorita dalla crisi di legittimazione del sistema dei partiti e delle istituzioni a queste legate" (così A. D'ATENA, *Autorità di garanzia e qualità della legalità costituzionale*, in *Regolazione e garanzia del pluralismo. Le autorità amministrative indipendenti*, Milano, 1997, 115); ovvero quella per la quale "l'emergenza di esigenze nuove dell'ordinamento istituzionale" ha fatto sì che il legislatore non potesse "più esimersi dall'affidare la funzione di tutela di particolari interessi collettivi di rilevanza costituzionale, che necessitano di speciale protezione, ad organismi indipendenti, muniti cioè di una peculiare posizione di terzietà, di rincarata imparzialità, di neutralità, di indifferenza rispetto agli interessi stessi" (così F. LONGO, *Ragioni e modalità dell'istituzione delle autorità indipendenti*, in S. CASSESE - C. FRANCHINI (a cura di), *I garanti delle regole*, Bologna, 1996, 13-14).

⁽⁷⁶⁾ Vedi, per un'approfondita disamina dei vari contributi sulla regolazione L. GIANI, *Attività amministrativa e regolazione di sistema*, Torino, 2002, *passim* (ma in part. Cap. I; 76-106 e 135-156); M. DE LUCIA, *La regolazione dei servizi di pubblica utilità*, Torino, 2002; N. GRECO, *Consistenza, articolazione ed ambiguità della regolazione*, in *Studi parlamentari e di politica costituzionale*, 145-146/2004.

subordinates rules issued by all levels of government, and rules by non-governmental or self-regulatory bodies to whom governments have delegated regulatory powers. La regolazione consisterebbe quindi nella legislation and other forms of binding action by public authorities to implement public policy⁽⁷⁷⁾

In base a questa impostazione, quindi, la regolazione è termine con cui può descriversi ogni ingerenza del pubblico potere nella sfera dell'economia per l'attuazione di politiche pubbliche attraverso la posizione di regole di carattere vincolante, indipendente dalla forma dell'atto impiegato.

Sotto altra prospettiva, costituisce opinione condivisa che la qualità “sostanziale” della regolazione sia uno dei fattori determinanti per lo sviluppo e la crescita economica, oltre che un elemento fondamentale per accrescere la competitività del Paese, perché comporta la riduzione degli oneri burocratici per cittadini e imprese, e l'efficienza delle organizzazioni pubbliche.

Nella scienza giuridica si è così sostenuta la tesi dell'esistenza di un “interesse pubblico” alla qualità della regolazione, autonomo rispetto agli interessi alla base delle singole politiche di settore, da perseguire secondo specifiche tecniche e nel rispetto di criteri organizzativi e procedurali ampiamente condivisi a livello internazionale e comunitari ⁽⁷⁸⁾.

Oltre a rappresentare un “interesse pubblico” autonomo, la regolazione è anche considerata una “arte”, perché richiede un approccio interdisciplinare e capacità di *fine tuning* nella elaborazione della regola. Si è così affermato che “l'arte della regolazione sta nel mix, ossia nell'applicazione del giusto strumento ai diversi profili di ogni questione da regolare. L'antitesi di una buona regolazione è proprio la compartimentalizzazione dell'approccio, ciò che in definitiva priva il regolatore della possibilità di utilizzare diversi strumenti o tecniche” ⁽⁷⁹⁾.

Inoltre, una regolazione “di qualità” implica non solo coerenza e chiarezza da un punto di vista giuridico-formale (regole leggibili e di agevole intellegibilità, sia per gli

⁽⁷⁷⁾ Definizione tratta da OECD, *Report on Regulatory Reform Synthesis Report*, Parigi, 1997, 6. L'OCSE da molti anni si occupa del tema della regolazione e della sua qualità. Si vedano, da ultimo, la *Recommendation of the Council on Regulatory Policy and Governance* del 22 marzo 2012 e R. DEIGHTON-SMITH – A. ERBACCI – C. KAUFFMANN, *Promoting Inclusive Growth through Better Regulation: The Role of Regulatory Impact Assessment*, OECD Regulatory Policy Working Papers, 3/2016.

⁽⁷⁸⁾ Consiglio di Stato, sez. consultiva 27 marzo 2006, n. 1208.

⁽⁷⁹⁾ Gruppo di lavoro *Better regulation* che ha operato nel 2001 per la redazione del Libro bianco sulla *governance* europea.

operatori che per i cittadini) ma anche essenzialità e minore onerosità da un punto di vista economico-sostanziale.

Una regola deve essere posta (*rectius*: dovrebbe essere posta) solo quando è indispensabile e se i benefici che si attende che la sua applicazione sia in grado di generare siano superiori ai costi la sua adozione e applicazione comporta ⁽⁸⁰⁾. Di qui, pertanto, l'importanza fondamentale accordata alla *policy* della *better regulation*, che è ritenuta *the policy of seeking to improve and simplify the regulatory environment. Regulation should be used only when necessary and be appropriate and proportionate to the task. It should be transparent and accessible to all and as simple as possible. It should be enforceable and at European level should obey the principle of subsidiarity* ⁽⁸¹⁾.

Tuttavia, con l'Accordo inter-istituzionale relativo all'inquadramento delle agenzie europee di regolazione del 25 febbraio 2005 si profila una diversità di significato, con conseguente delineazione di distinti campi di applicazione, tra attività di regolazione e regolamentazione.

Il termine regolamentazione descriverebbe, infatti, l'attività volta a porre norme giuridiche vincolanti di portata generale, mentre la locuzione "attività di regolazione" esprimerebbe un concetto più ampio, in quanto non comporta necessariamente l'adozione di atti normativi, e allo stesso tempo residuale, in quanto sarebbe attività di regolazione tutto ciò che non è posizione di regole giuridiche vincolanti a portata generale ⁽⁸²⁾. In sostanza, tra regolazione e regolamentazione intercorrerebbe un rapporto tra *genus a species*.

Secondo altra prospettazione, invece, lo scopo proprio della regolazione risiederebbe nel fatto che essa interviene in situazioni di "fallimenti di mercato"; sotto questo profilo, quindi, essa si differenzerebbe da altre forme di disciplinamento, come per esempio la disciplina antitrust, che invece presuppongono l'esistenza di un mercato di cui corregge le eventuali imperfezioni. Pertanto, la regolazione sarebbe l'attività che conforma determinate attività a contenuti specifici al fine di ovviare ai fallimenti di mercato.

⁽⁸⁰⁾ Consiglio di Stato, Adunanza generale 25 ottobre 2004, n. 10548/04; Consiglio di Stato, sez. consultiva, 27 marzo 2006, n. 1208/2006.

⁽⁸¹⁾ La buona qualità delle regole si può quindi sinteticamente intendere come *a good balance between necessary regulation and minimale compliance costs* ("Standard Cost Model for Citizens" - Ue 2008).

⁽⁸²⁾ In tale ambito, si annoverano, quindi, anche altre misure di incentivo, quali la co-regolazione, l'autoregolazione, le raccomandazioni, il ricorso all'autorità scientifica, la costituzione di reti e la convergenza di buone pratiche, la valutazione dell'applicazione e dell'attuazione delle norme, etc.

Con particolare riguardo alle Autorità amministrative indipendenti, varie sono le proposte ricostruttive in chiave sistematica dell'attività di regolazione da esse svolte.

Tra queste, apprezzabile per la particolare originale risulta quella secondo cui detta attività “non è una normale attività autoritativa di una p.a. (...)” poiché gli atti attraverso cui si estrinseca “sono atti “sostitutivi” di negozi privati. La p.a., sub specie di autorità amministrativa indipendente, fa quello che i privati non vogliono fare o non fanno, sostituendo a negozi privati decisioni amministrative. In pratica, lo Stato diventa un attore del mercato. Stabilisce i presupposti del mercato e compie atti negoziali sostitutivi degli atti negoziali dei privati o impone ai privati di compiere atti negoziali che non vengono posti in essere sulla base dell'autonomia privata (...)”.

Sulla scorta di tali premesse questa dottrina giunge così ad affermare che, ove tali attività avessero altri fini o altre giustificazioni, non sarebbe più regolazione, bensì “intervento pubblico nell'economia che persegue altri fini e può essere giustificato da norme diverse da quelle che attribuiscono poteri di regolazione alle autorità amministrative indipendenti”. Ne consegue che l'attività di regolazione delle Autorità amministrative indipendenti si distinguerebbe dalla normale attività amministrativa per l'oggetto dei provvedimenti amministrativi di regolazione che, come detto, sarebbero “sostitutivi” di atti negoziali che i privati non pongono in essere nel contraddittorio concorrenziale.

In ragione del loro oggetto, quindi, gli atti possono essere a contenuto generale e perciò assumere la veste del precetto regolamentare indirizzato a una pluralità di operatori; oppure particolari, cioè indirizzati a disciplinare un singolo caso concreto o a un singolo operatore “riottoso”.

Di qui la conseguenza che “ciò che rileva nella regolazione non è pertanto il carattere astratto o concreto dell'atto, quanto il suo effetto “sostitutivo” sul mercato che può tradursi, a seconda dei casi, in un obbligo per il privato di porre in essere determinati negozi giuridici o in sostituzione vera e propria di negozi giuridici intesa a simulare una concorrenza inesistente”⁽⁸³⁾.

In definitiva, il *proprium* dell'attività di regolazione delle Autorità amministrative indipendenti consisterebbe nella ‘conformazione’ di determinate attività private al fine di raggiungere obiettivi che, in assenza di tale attività, non sarebbero raggiunti.

⁽⁸³⁾ Si tratta di F. MERUSI, *Sentieri interrotti della legalità. La decostruzione del diritto amministrativo*, Bologna, 2007.

Un'ulteriore nozione ricorrente nell'ambito del settore dei mercati finanziari è quello di vigilanza o 'supervisione' ⁽⁸⁴⁾.

Dal punto di vista etimologico, il termine "vigilanza" indica l'azione dell'essere desto (*somni parcitas*) per prestare attenzione a delle cose o a degli accadimenti che costituiscono l'oggetto del vigilare ⁽⁸⁵⁾. Per traslato, quindi, la parola indica la diligenza che occorre porre in tale azione per renderla efficace.

L'originario significato lessicale trova peraltro riscontro nell'uso normativo giuridico. Infatti, sul piano giuridico il termine in parola è utilizzato in molteplici fattispecie differenti tra loro: in alcune ipotesi, il termine è impiegato per descrivere un rapporto organizzatorio determinato e costituisce il contenuto essenziale dell'attività di un ufficio che, normalmente, occupa la posizione di maggiore responsabilità all'interno del relativo rapporto. In altre ipotesi, invece, il termine è usato per connotare l'attività di controllo esercitata dai pubblici poteri sull'attività dei concessionari di beni pubblici e su quella dei privati operanti in settori determinati.

Circa l'individuazione dei tratti caratterizzanti la vigilanza, quale istituto giuridico tipizzato, la dottrina non sembra essere pervenuta a risultati appaganti.

Secondo le tesi tradizionali, la vigilanza, come anticipato, è, da un punto di vista "strutturale", in qualche modo inquadrabile nel novero dei rapporti organizzatori noti alla scienza amministrativistica; mentre, da un punto di vista "funzionale", la nozione esaurirebbe la sua capacità "euristica" nella descrizione di un tipo di attività di controllo a contenuto omogeneo, che ricorrerebbe ogni qualvolta il legislatore ne affermi la sussistenza così qualificando la potestà attribuita o l'attività assegnata ⁽⁸⁶⁾. La maggior parte della dottrina è concorde infatti nel ritenere che si tratti di un tipo di attività di controllo, totale e generalizzata, che si sostanzia in un'ingerenza, da parte dell'organo a ciò preposti dalla legge, sull'attività dei soggetti sottoposti al controllo, volta a valutare l'aderenza e/o conformità o meno dell'attività posta in essere a parametri posti dalla normativa o derivanti dalla scienza amministrativa, intervenendo eventualmente con

⁽⁸⁴⁾ Anche tale nozione, al pari di quella di intervento pubblico nell'economia e di regolazione, ha una valenza descrittiva di un fascio di poteri intestati a talune autorità pubbliche per rendere effettiva la tutela dell'interesse pubblico affidato alle loro cure, anziché prescrittiva di un particolare modo di esercizio di una funzione pubblica.

⁽⁸⁵⁾ S. VALENTINI, *Vigilanza*, Enciclopedia del diritto, Milano, 2001.

⁽⁸⁶⁾ L'assenza a livello normativo di una definizione completa di vigilanza e il relativo impiego quale sinonimo di controllo, fa della vigilanza un termine non univoco dal contenuto variabile in relazione al settore nel quale si trova a operare. Si veda M.S. GIANNINI, *Controllo: nozione e problemi*, in Rivista trimestrale di diritto pubblico, 1974, 1278.

particolari 'misure' allorché il controllo esitasse nel riscontro di irregolarità di vario genere ⁽⁸⁷⁾. Le ricostruzioni più moderne rinvencono invece l'*ubi consistam* della vigilanza nel potere, dell'autorità che è investita della relativa funzione, sia di emanare disposizioni di carattere generale o particolare, sia di esercitare il controllo sostitutivo sui soggetti vigilati. Con particolare riferimento alla vigilanza nel settore della finanza privata, si ritiene che l'oggetto della vigilanza investa tendenzialmente l'intera attività del vigilato, che viene considerata rilevante nella sua globalità, e si concreta nell'esercizio, da parte del vigilante, di poteri: di regolamentazione e di autorizzazione allo svolgimento di attività economica; di informazione e di ispezione; di direzione e conformazione in senso ampio; sanzionatori. Detti poteri danno così luogo, sul piano descrittivo, alla suddivisione tassonomica della vigilanza in: regolamentare (o precettiva); autorizzatoria (per l'accesso al mercato); "continua" su tutta l'attività (o altrimenti detta "supervisione"); sanzionatoria.

In definitiva, la vigilanza non si esaurisce in un mero controllo di legittimità dell'operato dei soggetti che vi sono sottoposti, bensì costituisce un insieme interdipendente di poteri, autorizzatori, informativi, di ispezione, di direzione e di conformazione, che interferiscono significativamente con l'autonomia privata dei soggetti vigilati ⁽⁸⁸⁾.

2. Il fondamento 'legale' della funzione di regolazione intestata alle Autorità amministrative indipendenti. Il ruolo della giurisprudenza nella costruzione della funzione di regolazione

Nell'ambito dei loro più ampi poteri di regolazione, le Autorità amministrative indipendenti sono munite di una significativa potestà normativa che esse esercitano copiosamente. Il fondamento della relativa attribuzione è stato individuato nel principio di legalità, in quanto è la legge ordinaria a stabilire ambiti e limiti dell'esercizio

⁽⁸⁷⁾ La sua rilevanza è quindi pari a quella della "tutela", con cui l'oggetto della valutazione dell'organo preposto alla relativa funzione si spinge alla convenienza e all'adeguatezza dell'agire del soggetto controllato.

⁽⁸⁸⁾ Sul punto si veda, per tutti, M. D'ALBERTI, *La vigilanza economica esercitata da pubblici poteri*, e S. AMOROSINO, *Tipologie e funzioni delle vigilanze pubbliche sulle attività economiche* (pubblicato anche in *Diritto amministrativo*, 4/2004, 723 ss.), in E. BANI -M. GIUSTI (a cura di), *Vigilanze economiche (le regole e gli effetti)*, Padova, 2004.

dei poteri normativi conferiti, almeno per le fonti di livello regolamentare, nel rispetto o, meglio, in attuazione dei principi della Costituzione.

Nonostante nella Costituzione non si rinvenano disposizioni specifiche al riguardo, un fondamento costituzionale del principio di legalità è stato rinvenuto dalla dottrina nell'art. 97 Cost. Tale principio, unitamente al principio di uguaglianza sostanziale di cui all'art. 3, co. 2, Cost., nonché ai principi ricavabili dagli articoli 21, 39, 41, 47 Cost., a seconda del settore affidato in cura a ciascuna Autorità amministrativa indipendente, forniscono, quindi una solida cornice di legittimità costituzionale dei poteri a esse attribuiti.

Peraltro, la Corte Costituzionale ha specificato che, ai fini del rispetto del principio di legalità, riguardato da un punto di vista "sostanziale", l'eventuale indeterminatezza del parametro legislativo attributivo della relativa potestà normativa ben può essere compensata da garanzie di ordine procedurale (cfr. sent. nn. 180/96 e 215/98). Il che è senz'altro accaduto per le Autorità amministrative indipendenti di settore, compresa la Consob, come si avrà modo di rilevare nei paragrafi successivi.

Il fondamento dei poteri normativi delle Autorità amministrative indipendenti o comunque delle Autorità di regolazione di settore si rinviene, poi, ampiamente, nell'ordinamento europeo.

Come è stato efficacemente sottolineato, "accanto a una funzione liberistica primaria, finalizzata a eliminare gli ostacoli alla circolazione delle merci e dei servizi (articoli 23 e 49 Trattato CE), il diritto europeo svolge infatti una funzione di ri-regolazione del mercato che, in linea di principio, è affidata alla stessa disciplina privatistica del contratto prevista dalle direttive di armonizzazione degli ordinamenti giuridici nazionali. In alcuni settori, le norme privatistiche si dimostrano insufficienti al conseguimento di tale obiettivo, che è rimesso allora dall'ordinamento comunitario ad autorità indipendenti, comunitarie e nazionali" ⁽⁸⁹⁾.

In definitiva, il sistema delle fonti che caratterizza le Autorità amministrative indipendenti, e quindi anche la Consob, è di tipo triadico: al vertice si collocano le fonti di diritto europeo; seguono gli atti legislativi interni, e; infine, su un ulteriore piano, gli atti a contenuto generale promananti direttamente dalle Autorità di regolazione di settore.

⁽⁸⁹⁾ Consiglio di Stato, sez. cons. atti normativi, Ad. Gen. n. 11603/05.

3. Le tecniche di regolazione: tra strumenti di *hard* e *soft law*

La potestà normativa riconosciuta alle Autorità indipendenti si estrinseca attraverso l'adozione di atti normativi che attengono, da un lato, alla regolamentazione interna dell'ente stesso (regolamenti di auto-regolamentazione, come i regolamenti di organizzazione o sulla gestione contabile ed economico-patrimoniale); dall'altro, alla regolazione del settore avuto in cura (mediante regolamenti di attuazione e/o esecuzione di normativa primaria, europea o nazionale, e regolamenti quasi autonomi o indipendenti⁽⁹⁰⁾).

Da quanto esposto emergono così due principali forme di manifestazione di funzioni normative: le prime, più tradizionali, espressione di una potestà di auto-organizzazione dell'amministrazione, che possono essere ricondotte all'articolo 97 Cost.; le seconde, in parte più recenti, espressione di potestà normativa a rilevanza esterna, che ritrarrebbe la propria legittimità dalle disposizioni costituzionali e dei trattati europei che ineriscono, anche mediatamente, ai settori o ambiti materiali in cui ciascuna Autorità di regolazione opera⁽⁹¹⁾.

Il rapporto tra regolamenti delle Autorità amministrative indipendenti e fonti formalmente equiordinate (regolamenti governativi e ministeriali) è prevalentemente disciplinato dal criterio di competenza. Ma non solo. La "riserva di competenza" di cui le Autorità in questione dispongono circa la regolazione del settore affidato in cura, in ragione della c.d. *expertise* tecnica posseduta, ridonda anche sul piano del rapporto tra i regolamenti di dette Autorità e la legislazione nazionale di rango primario. Difatti, detta "riserva" conferisce al criterio di competenza un significato più ampio di quello tradizionalmente accordato, in quanto, sul piano nazionale, la prevalenza dei regolamenti delle Autorità di regolazione di settore – e, segnatamente, di quelle di

⁽⁹⁰⁾ I regolamenti si distinguono dagli atti amministrativi generali in ragione del loro scopo tipico, vale a dire regolare in astratto i rapporti giuridici al fine di costituire – e in tal modo quindi innovare – l'ordinamento giuridico (secondo la nota dicotomia tra "disporre" e "provvedere"). Per quanto riguarda la potestà regolamentare della Consob si veda G. DE MINICO, *Lineamenti del potere regolamentare della Consob*, in U. DE SIERVO (a cura di), Osservatorio sulle fonti, 1/1997; ID. *Indipendenza delle Autorità o indipendenza dei regolamenti? Lettura in parallelo all'esperienza comunitaria*, in P. CARETTI (a cura di), Osservatorio sulle fonti, 1/2012, recisamente critica nei confronti del riconoscimento alle Autorità indipendenti di ampi poteri normativi sostanzialmente primari, ritenuto dall'A. in palese contrasto con la Costituzione italiana.

⁽⁹¹⁾ Per la Consob e Banca d'Italia il riferimento è agli artt. 3, 41, 47 Cost. Per le diverse opinioni al riguardo si rinvia ai contributi indicati nella nota precedente e alla bibliografia in essi indicata.

regolazione dei mercati finanziari – è tendenzialmente riconosciuta nei confronti di qualsiasi altra fonte normativa, compresa quella primaria, dell'ordinamento nazionale.

Peraltro, la completezza delle conoscenze, anche tecniche, da parte delle Autorità di regolazione di settore “si ripercuote, infatti, sui caratteri del potere normativo, privilegiando ora l'organicità dell'intervento complessivo, ora l'alternarsi di interventi sistemici e di interventi singoli, con la possibilità, ad esempio, che la decisione singolare possa derogare, a certe condizioni, al regolamento, ove ciò sia richiesto dalle obiettive condizioni o caratteristiche della situazione da regolare”⁽⁹²⁾.

Accanto agli atti normativi (o para-normativi) vincolanti, le tecniche di regolazione conoscono anche una fonte per così dire “terziaria” del diritto: il c.d. *soft law*⁽⁹³⁾.

Con tale espressione generalmente s'intende fare riferimento in maniera indistinta ad atti di natura dichiarativa con finalità normativa, volti cioè a influenzare la condotta dei destinatari, spesso mediante l'indicazione delle modalità o dei mezzi ritenuti, dall'Autorità di regolazione che li ha adottati, più opportuni per realizzare il fine avuto di mira.

Tuttavia, tali atti, come è noto, sono carenti di piena forza vincolante: l'eventuale mancata adesione dei destinatari non genera infatti il dovere per l'Autorità di regolazione che gli ha posti in essere di sanzionare i destinatari che se ne siano discostati.

Sono ritenuti esempi di *soft law*: le indicazioni procedurali; le guide interpretative; le istruzioni; le regole di intento espresse in forma di raccomandazione; le norme o regole la cui violazione può costituire prova di comportamenti giuridicamente vincolati; le regole esortative o ammonitorie (in sostanza consigli volti ad agevolare, nell'interesse del consigliato, il raggiungimento del risultato da lui presumibilmente voluto); i codici di autoregolamentazione; le codificazioni di prassi consolidate⁽⁹⁴⁾.

⁽⁹²⁾ Cons. St., Sez. cons. atti normativi, *cit.*

⁽⁹³⁾ In argomento, si veda, diffusamente, P. DE LUCA, *Soft law*, Tesi di dottorato in “Diritto ed Economia” XIX Ciclo. Università degli Studi “Federico II”, Napoli, 2007. ID., *Gli atti atipici nel diritto dell'Unione Europea*, Torino, 2012.

⁽⁹⁴⁾ Si tratta di definizione ed elencazione tipologica condivise nella letteratura specialistica e nei documenti ufficiali di istituzioni e organismi europei e internazionali. Tra le tante si veda C. KOUTALAKIS – A. BUZOGANY – T.A. BÖRZEL, *When Soft Regulation is Not Enough: The Integrated Pollution Prevention and Control Directive of the European Union*, in *Regulation & Governance*, 4/2010, citati da M. RAMAJOLI, *Self regulation, soft regulation e hard regulation nei mercati finanziari*, in *Rivista della regolamentazione dei mercati*, 2/2016, 53 ss., per i quali *soft law refers a wide range of quasi legal instruments that differ from hard law as they lack immediate, uniformly binding, direct effects, precision, and clearly delineated monitoring, dispute settlement, and enforcement authorities. These instruments take different forms, including guidelines and recommendations, resolutions, declarations, code of practice and conduct.*

Con specifico riguardo alla Consob è stato, peraltro, chiarito che essa, quale Autorità di regolazione, agisce, oltre che attraverso atti normativi ed amministrativi generali, anche mediante atti di c.d. *moral suasion* (raccomandazioni, comunicazioni, istruzioni, pareri e atti di indirizzo), i quali, pur non corrispondendo a una specifica potestà attribuita dalla legge, sono espressivi della stessa posizione che l'Autorità riveste nell'ambito dell'ordinamento di settore ⁽⁹⁵⁾.

Probabilmente espressione di un accentuato intento classificatorio, di cui non è sempre facile comprendere appieno l'utilità, va dato atto che negli scritti dei commentatori e in alcuni documenti ufficiali di istituzioni europee o di organismi internazionali si rinviene, con una certa frequenza, l'avvertenza che la *soft law* non esaurisce l'ambito della normazione non vincolante, poiché a essa di affiancherebbe, da un lato, la *soft regulation*, che a sua volta si distinguerebbe dalla *tough regulation*, che persegue l'intento di espandere la copertura regolativa accentuandone la severità, l'intrusività, il dettaglio e, al contempo, l'inclusività e la generalità; dall'altro, la *self regulation*, anche definita *reflexive* o *auto-regulation* ⁽⁹⁶⁾.

Sotto il primo profilo, si è affermato, infatti, che a differenza della *soft law*, la *soft regulation* è “una “regolazione flessibile”, in cui le norme sono meno dettagliate, più aperte e ricche di clausole solo generali (...)” e la cui applicazione “è affidata a funzionari di appositi organismi regolativi specializzati, mentalmente e

⁽⁹⁵⁾ T.A.R. Lazio – Roma, sez. I, 9 maggio 2006, n. 3367 in Foro amministrativo - TAR, 2006, 1689. Una interessante, ancorché risalente nel tempo, esposizione di casi in cui la Consob ha fatto uso della propria “moral suasion” si rinviene in P. DE LUCA, *La Soft Law*, cit., 80 ss.

⁽⁹⁶⁾ In proposito, si veda il parere del Comitato economico e sociale europeo sul tema “Autoregolamentazione e coregolamentazione nel quadro legislativo dell'UE” del 4 settembre 2015 (2015/C 291/05), nel quale si trova affermato che con l'espressione *self-regulation* “si designa genericamente, quando ci si riferisce al comportamento economico, l'adozione da parte degli attori economici di certe regole di condotta nelle relazioni reciproche oppure nei confronti di terzi sul mercato e nella società, regole il cui rispetto è frutto di un accordo tra gli stessi attori, senza meccanismi coercitivi esterni” (punto 3.2.). Il medesimo organo consultivo soggiunge in proposito che “La dottrina ha elaborato un ampio ventaglio di tipi di autoregolamentazione sulla base di diversi criteri di classificazione, più o meno scientifici, tra cui bisogna ricordare: a) l'autoregolamentazione originaria o delegata, a seconda che le norme siano elaborate per semplice autolimitazione degli interessati (detta anche “autoregolamentazione privata”) oppure sotto la vigilanza di un'entità sovraordinata (Stato, organi di regolamentazione, associazioni di categoria, l'Unione europea) che definisce alcuni parametri da rispettare obbligatoriamente (detta anche “autoregolamentazione pubblica”); b) l'autoregolamentazione giuridica, consuetudinaria o giurisprudenziale, a seconda che la fonte sia la legge, soprattutto costituzionale o sovranazionale (a esempio, il diritto dell'UE), i tradizionali “usi e costumi commerciali”, oggi chiamati “buone pratiche”, oppure una raccolta di decisioni giudiziarie: c) l'autoregolamentazione nazionale o transnazionale (chiamata anche “regolamentazione privata transnazionale”), a seconda che il suo campo di applicazione sia puramente nazionale oppure sia basato su accordi firmati da attori privati, imprese, ONG o esperti indipendenti che fissano *standard* tecnici interagendo con organizzazioni internazionali o intergovernative” (punto 3.3.).

ideologicamente inclini e professionalmente addestrati a tenere in conto le caratteristiche dei destinatari della regolazione, allo scopo di evitare l'imposizione di comportamenti e costi irragionevoli, dimostrando invece capacità di ascolto e di considerazione delle peculiarità”⁽⁹⁷⁾.

In realtà, come è stato di recente evidenziato, con particolare riferimento alla realtà dei mercati finanziari, le due locuzioni (*soft law* e *soft regulation*) non avrebbero a riferimento né designerebbero fenomeni strutturalmente e funzionalmente distinti, in quanto tra esse intercorrerebbe un semplice rapporto di genere a specie, dovendosi ascrivere alla locuzione *soft regulation* gli atti di *soft law* emanati in ambiti caratterizzati dalla presenza di Autorità di regolazione⁽⁹⁸⁾.

Quanto al rapporto tra *soft law* e *self regulation*, giova qui annotare che quest'ultima “forma” di regolazione spesso assume rilevanza di carattere generale quando la sua elaborazione avviene sotto la vigilanza di istituzioni od organismi pubblici ovvero all'interno di un delimitato contesto di principi fissati dalle stesse autorità pubbliche.

In questi casi, infatti, l'autoregolazione perde i suoi connotati autenticamente privatistici (vale a dire espressione di autonomia in senso proprio) e si colora di elementi pubblicistici. Per descrivere le fattispecie in cui la prevalenza di elementi pubblicistici su quelli privatistici è rimarchevole, sono state così coniate nuove formule definitorie, quali “autoregolazione pubblica”, “autoregolazione monitorata” (*audited self regulation*), “co-regolazione” (*co-regulation*) o “regolazione di tipo cooperativo”⁽⁹⁹⁾.

Da altra prospettiva, è stato poi adeguatamente rilevato⁽¹⁰⁰⁾ come nei mercati finanziari la *self regulation* spesso rappresenti una *hard law* “in fieri”, in quanto essa precede, con norme dotate di particolare grado di effettività, l'intervento successivo del regolatore pubblico che intenda conferire a tali regole il carattere della generalità e della prescrittività che esse, da principio, non posseggono⁽¹⁰¹⁾.

⁽⁹⁷⁾ Così, testualmente, N. GRECO, *Consistenza, articolazione ed ambiguità della regolazione*, cit., 15 ss.

⁽⁹⁸⁾ M. RAMAJOLI, *Self regulation, soft regulation e hard regulation nei mercati finanziari*, cit.

⁽⁹⁹⁾ Annotava come esempio di questo fenomeno l'art.61 TUF M. CLARICH, *I procedimenti di regolazione*, in AA.VV. *Il procedimento davanti alle autorità indipendenti*, Torino, 1999, 16-17. In argomento, E. BEST, *Alternative Methods and EU Policy Making: What Does “Co-Regulation” Really Mean?*, in European Institute of Public Administration - Eipascope, 2/2008.

⁽¹⁰⁰⁾ M. RAMAJOLI, op.ult.cit.

⁽¹⁰¹⁾ Un esempio è fornito dai codici di autodisciplina delle società quotate che sono stati oggetto della raccomandazione della Commissione del 9.4.2014 (2014/208/UE) a sua volta recepita nella *hard law* nazionale con l'art. 123-bis, co.2, lett. a), e l'art. 192-bis TUF. Si veda, sul tema, anche B. BOSCHETTI, *Soft law e normatività: un'analisi comparata*, in Rivista della regolazione dei mercati, fasc. n. 2/2016, 32 ss.

Più in generale, però, la tendenza sempre più diffusa della *soft law* a farsi *hard law* contraddistingue la fase della regolazione dei mercati finanziari c.d. post-crisi ⁽¹⁰²⁾, al punto che la *soft law* è stata intesa, di recente, strumentario a disposizione delle Autorità di regolazione di tipo *cripto-hard* ⁽¹⁰³⁾.

4. I procedimenti di regolazione. La consultazione del mercato come veicolo di legittimazione democratica. Principio di proporzionalità e qualità della regolazione

A livello europeo, il principale documento elaborato in materia di *better regulation*, ossia il Rapporto Mandelkern del 13 novembre 2001, presentato al Consiglio di Laeken, individua nella necessità, proporzionalità, sussidiarietà, trasparenza, responsabilità, accessibilità e semplicità i principi “cardine” della regolazione ⁽¹⁰⁴⁾

⁽¹⁰²⁾ Ma si veda già, per il periodo antecedente la c.d. crisi finanziaria emersa nel 2008 A. CASSATELLA, *La regolazione globale del mercato dei valori mobiliari: la International Organization of Securities Commissions (IOSCO)*, in S. BATTINI (a cura di), *La regolazione globale dei mercati finanziari*, Milano, 2007, per il quale “Questo combinarsi di una *hard regulation* e di una *soft regulation* è tratto particolarmente pronunciato nell’attuale configurazione della disciplina dei mercati finanziari. Ciò a differenza di quanto è invece accaduto nel passato anche recente. Infatti, dapprima la risposta istituzionale data alle crisi della finanza mondiale verificatesi nella seconda metà degli anni Novanta del secolo scorso è consistita nell’incentivare il modello di regolazione flessibile, che ha assunto la configurazione di regolazione per standard. Essa s’identifica nella creazione a livello internazionale di *standards, guidelines*, codici di condotta e raccomandazioni, elaborate specie, ma non solo, dalla IOSCO e corredate di una forma di adeguamento a carattere spontaneo, volontario e occasionale, rimessa alle opzioni del legislatore domestico e del singolo interprete, senza alcuna garanzia di puntuale applicazione delle regole elaborate a livello globale. Diversa invece è stata la reazione istituzionale provocata dalle crisi finanziarie, economiche e del debito sovrano verificatesi in quest’ultimo decennio. Al fine di rimediare alle indubbie e conclamate carenze del precedente modello di regolazione e supervisione finanziaria si è scelto di affiancare la *soft regulation* con una *hard regulation*. Quest’ultima, operando in una realtà sempre più fragile, detta nuove restrizioni e vincoli in un contesto in cui è stata ridisegnata l’architettura istituzionale dei sistemi di vigilanza, con un accentramento delle funzioni a livello UE”.

⁽¹⁰³⁾ Cenni in M. RAMAJOLI, op.ult.cit.

⁽¹⁰⁴⁾ Senza dimenticare, però, che la prima categoria di *standard* qualitativi di cui il diritto europeo esige il soddisfacimento da parte dell’ordinamento interno degli Stati membri riguarda il *drafting* legislativo, inteso come rapporto tra scrittura delle norme, fin dalla fase della loro progettazione iniziale, e finalità della disciplina. Copiosa è al riguardo la produzione da parte delle Istituzioni europee di comunicazioni, raccomandazioni, libri bianchi ecc.: si vedano, tra i tanti documenti, le Comunicazioni della Commissione europea *Smart Regulation in the European Union* COM(2010) 543 dell’8 ottobre 2010; *EU Regulatory Fitness* COM (2012) 746 del 12 dicembre 2012; che si ricollega al *Regulatory Fitness and Performance Programme (REFIT)* in uso alla Commissione europea; *Better Regulation for Better Results – An EU Agenda* COM (2015) 215 del 19 maggio 2015; *Better Regulation: Delivering Better Results for a Stronger Union* COM (2016) 615 del 14 settembre 2016. .

Sul medesimo piano, l'OCSE, che come già accennato da tempo si occupa della qualità della regolazione e annualmente pubblica dei *reports* con cui si raccomandano agli Stati membri l'adozione di vere e proprie *policy* in materia e il raggiungimento di determinati obiettivi, con il *Policy Recommendations for Regulatory Quality* del 2005 raccomandava agli Stati membri il raggiungimento dei seguenti obiettivi: (...) *establish clear objectives and frameworks for implementation; assess impacts and review regulations systematically to ensure that they meet their intended objectives efficiently and effectively in a changing and complex economic and social environment; ensure that regulations, regulatory institutions charged with implementation, and regulatory processes are transparent and non-discriminatory; review and strengthen where necessary the scope, effectiveness and enforcement of competition policy; design economic regulations in all sectors to stimulate competition and efficiency, and eliminate them except where clear evidence demonstrates that they are the best way to serve broad public interests; eliminate unnecessary regulatory barriers to trade and investment through continued liberalisation and enhance the consideration and better integration of market openness throughout the regulatory process, thus strengthening economic efficiency and competitiveness; identify important linkages with other policy objectives and develop policies to achieve those objectives in ways that support reform.*

In ambito europeo inizia poi ad assumere valore paradigmatico, ai fini della realizzazione degli obiettivi fissati dall'Ue in materia, un modello di procedimento normativo improntato a un approccio precauzionale, i cui elementi qualificanti sono rappresentati: da un lato, dalla necessaria valorizzazione delle conoscenze tecnico-scientifiche, nell'ottica di assicurare un'adeguata conformazione dell'istruttoria tecnica dei procedimenti normativi; dall'altro, dalla apertura del procedimento alla consultazione dei c.d. stakeholders, al fine di arricchire l'istruttoria con l'apporto proveniente dalla partecipazione attiva dei cittadini e garantire, in certo senso, l'effettività delle decisioni normative.

L'ulteriore ambito in cui si ravvisa pacificamente un'influenza del diritto europeo in tema di formazione delle norme è quello dell'obbligo di motivazione degli atti normativi. Ai sensi dell'art. 296 TFUE (ex art.253 del TCE) tutti gli atti giuridici comunitari, compresi quelli dotati di natura normativa, devono infatti essere motivati⁽¹⁰⁵⁾. L'opzione originaria per l'obbligo di motivazione viene normalmente spiegata con

⁽¹⁰⁵⁾ Tutti gli atti promananti dalle istituzioni comunitarie sono, così, introdotti da un preambolo, articolato in una serie di 'visto' che "indicano la base giuridica dell'atto e le fasi essenziali del suo procedimento di formazione", e di 'considerando', con i quali si "motivano in modo conciso le norme essenziali dell'articolato, senza riprodurne o parafrasarne il dettato" e senza contenere "enunciati di

la contiguità tra atti amministrativi ed atti normativi, con la necessità di favorire il rispetto delle sfere di competenza e con l'esigenza di supplire quel gap di legittimazione che deriva dalla scarsa rappresentatività degli organi e dall'assenza di adeguate forme di pubblicità nei procedimenti di formazione.

Inoltre, in tema di qualità delle norme, si registra una significativa influenza della giurisprudenza comunitaria sulla qualità della formulazione delle disposizioni.

Tre appaiono i principali indirizzi giurisprudenziali che hanno esercitato una indiretta influenza sulla qualità delle norme.

Il primo indirizzo è riconducibile al filone giurisprudenziale che si è occupato della "chiarezza" delle direttive comunitarie ⁽¹⁰⁶⁾ sulla cui base si è costruita la fondamentale distinzione tra efficacia diretta (come qualità della fonte) e diretta applicabilità (come caratteristica delle norme in funzione della loro formulazione) degli atti normativi comunitari.

La formulazione inequivoca e incondizionata delle disposizioni, da cui dipende l'efficacia vincolante (*rectius*, diretta applicabilità) nei confronti degli Stati membri degli atti normativi comunitari non direttamente efficaci, presuppone infatti che la loro struttura linguistica testuale sia idonea a determinare le finalità che gli ordinamenti nazionali devono perseguire ed i margini di discrezionalità ad essi lasciati in ordine agli strumenti di attuazione.

Il secondo indirizzo attiene invece alla posizione negativa assunta dalla giurisprudenza comunitaria circa la possibilità per le Agenzie europee di esercitare poteri propri degli organi "costituzionali" dell'Unione. Tale posizione ha dato infatti argomento per operare la distinzione tra regolamentazione, efficace erga omnes, e regolazione, a carattere prevalentemente tecnico, "partecipata" dai destinatari ⁽¹⁰⁷⁾.

carattere normativo o dichiarazioni di natura politica". Al riguardo si segnala l'adozione il 13 aprile 2016 dell'Accordo interistituzionale "Legiferare meglio" sottoscritto dai Presidenti del Parlamento europeo, del Consiglio e della Commissione europea, con il quale le tre istituzioni in parola intendono favorire la cooperazione tra esse durante il processo di produzione e attuazione del diritto dell'Unione e il rafforzamento della programmazione normativa annuale e pluriennale. Inoltre tale Accordo dedica un intero titolo (il III) agli strumenti per migliorare la qualità della legislazione. Essi sono individuati nella valutazione di impatto ex ante ed ex post della legislazione e nella consultazione pubblica degli stakeholders.

⁽¹⁰⁶⁾ A partire dal caso Van Duyn del 1974 (CGCE, sent. 4 dicembre 1974, in C-41/74).

⁽¹⁰⁷⁾ Affermazione giurisprudenziale costante a partire da CGCE, sent. 13 giugno 1958, in cause 9 e 10/56. Più di recente cfr. Tribunale europeo di primo grado, sent. 27 novembre 2007, in cause 3/00 e 337/2004.

Infine, il terzo indirizzo è rappresentato da quella giurisprudenza che ha chiarito come le norme di autoregolamentazione privata, adottate o meno su espressa previsione di atti legislativi comunitari ⁽¹⁰⁸⁾, superano il test di adeguatezza solo ove dotate di efficacia *erga omnes* ⁽¹⁰⁹⁾ e quando risultino capaci di assicurare la tutela delle posizioni soggettive non sono degli “autoregolati” ma anche dei terzi ⁽¹¹⁰⁾.

In merito invece della partecipazione degli *stakeholders* ai processi di produzione normativa nel settore in esame, gli studi che se ne sono occupati hanno individuato nell'istituto della consultazione l'archetipo dello strumento partecipativo e hanno enucleato a tale scopo una serie di criteri-guida a cui i pubblici poteri – e in particolare le autorità amministrative indipendenti – debbono attenersi affinché esse risultino efficaci, contribuendo in tal modo ad assicurare un elevato livello qualitativo del prodotto normativo.

Il principale di questi criteri-guida è rappresentato anzitutto dalla chiarezza nella definizione dell'oggetto. Affinché una consultazione risulti efficace occorre che il documento posto all'attenzione degli operatori sia corredato dello schema dell'adottando atto di regolazione, espliciti le finalità e gli obiettivi perseguiti, avuto riguardo al contesto normativo su cui il nuovo intervento di regolazione intende intervenire; sia accompagnato dall'invito formale a far pervenire entro un dato termine le osservazioni scritte che gli interessati intendono sottoporre all'esame dell'Autorità; indichi i riferimenti del responsabile del procedimento e il modo in cui sarà dato rilievo ai contributi pervenuti.

Fondamentale è, inoltre, una tendenziale perimetrazione dei destinatari interessati alla consultazione. In generale, la consultazione dovrebbe essere garantita a tutti i soggetti interessati. Ciò sulla base dell'idea che l'arricchimento del sostrato conoscitivo su cui si fonda la decisione di adottare l'atto di regolazione è tanto maggiore quanto più è ampia la platea dei soggetti che partecipano alle consultazioni.

Tuttavia un'apertura “incondizionata e paritaria” a tutti i soggetti può rivelarsi nei fatti inefficace, perché dispersiva dell'apporto conoscitivo che con la consultazione si

⁽¹⁰⁸⁾ Nel primo caso dando luogo a fenomeni di “co-regolazione”, nel secondo di “autoregolazione” in senso stretto.

⁽¹⁰⁹⁾ Tribunale europeo di primo grado, sent. 17 giugno 1998, in causa 135/96; CGCE, sent. 30 maggio 1991, in causa 361/88; ID., sent. 9 giugno 1994, in causa 153/93; ID., sent. 19 febbraio 2002, in causa 35/99; ID., sent. 19 febbraio 2002, in causa 309/99.

⁽¹¹⁰⁾ Tribunale europeo di primo grado, sent. 11 luglio 2007, in causa 170/06; CGCE, sent. 17 ottobre 1995, in cause 140-2/94; ID., sent. 22 aprile 1997, in causa 180/95; ID., sent. 18 giugno 1998, in causa 35/96.

intende ottenere. Di qui, quindi, l'opportunità in taluni casi di “differenziare” la partecipazione in ragione del grado di prossimità dell'interesse di cui sono portatori i diversi *stakeholders* alla materia oggetto di consultazione.

Ulteriore elemento fondamentale per una consultazione di qualità è la definizione dei tempi della consultazione e di chiusura del processo decisionale. Essi dovrebbero essere “modulati” a seconda della complessità delle questioni che l'adottando atto di regolazione pone e tenendo conto di eventuali ulteriori fattori “esogeni” che di volta in volta potrebbero emergere nel corso delle consultazioni. In ogni caso, si reputa che la fase di consultazione non possa prevedere tempi di durata inferiori a 30 giorni. Inoltre, per garantire la capacità dei contributi di incidere efficacemente sul processo decisionale occorre che l'atto di regolazione definitivo sia adottato entro un termine ragionevole dalla chiusura della consultazione. Infatti il ritardo nell'adozione dell'atto di regolazione sottoposto a consultazione fa venir meno la “attualità” dei contributi offerti dagli *stakeholders*, con pregiudizio quindi delle finalità sottese all'utilizzo dello strumento partecipativo delle consultazioni.

Infine, occorre che sia assicurata la rilevanza degli esiti della consultazione in ossequio al principio di trasparenza. Ciò comporta che, da un lato, dovrebbe essere data adeguata pubblicità ai commenti pervenuti, mediante la loro pubblicazione integrale o per estratto; dall'altro, che nelle relazioni introduttive degli atti di regolazione si dia atto dei risultati della consultazione nonché del modo in cui essi siano stati tenuti in considerazione in vista dell'adozione dell'atto di regolazione definitivo.

4.1. (Segue) La regolazione per atti generali nell'ordinamento italiano. Il procedimento per l'adozione di atti di regolazione generale della Consob.

Nell'ordinamento italiano l'assenza di una legge generale sulla normazione ha spostato sui regolamenti parlamentari il compito di assicurare meccanismi di garanzia della qualità della normazione primaria.

Il vigente art. 79, comma 4, del reg. Camera dispone che nel corso dell'esame in sede referente, la Commissione provvede ad acquisire gli elementi di conoscenza necessari per verificare la qualità e l'efficacia delle disposizioni contenute nel testo. L'istruttoria prende a tal fine in considerazione i seguenti aspetti: a) la necessità

dell'intervento legislativo, con riguardo alla possibilità di conseguire i fini mediante il ricorso a fonti diverse dalla legge; b) la conformità della disciplina proposta alla Costituzione, la sua compatibilità con la normativa dell'Unione europea e il rispetto delle competenze delle regioni e delle autonomie locali; c) la definizione degli obiettivi dell'intervento e la congruità dei mezzi individuati per conseguirli, l'adeguatezza dei termini previsti per l'attuazione della disciplina, nonché gli oneri per la pubblica amministrazione, i cittadini e le imprese; d) l'inequivocità e la chiarezza del significato delle definizioni e delle disposizioni, nonché la congrua sistemazione della materia in articoli e commi.

Per quel che concerne, invece, gli atti di normazione secondaria, già l'art. 5 della legge 8 marzo 1999, n. 50 (Legge di semplificazione 1998) affrontò il tema della qualità degli atti amministrativi a contenuto normativo del Governo e dei ministeri e dell'analisi dell'impatto che essi producono sull'organizzazione delle pubbliche amministrazioni, sui cittadini e sulle imprese, delegando il Presidente del Consiglio dei ministri a emanare un decreto che, "a titolo sperimentale", definisse tempi e modalità per l'effettuazione dell'analisi di impatto della regolamentazione (AIR). Con la medesima disposizione si prevede, contestualmente, che le Commissioni parlamentari, per le finalità connesse allo svolgimento dell'istruttoria legislativa di propria competenza, potessero richiedere al Governo di corredare gli schemi di atti normativi e progetti di legge da sottoporre alle Commissioni medesime di una relazione contenente l'AIR degli stessi ⁽¹¹¹⁾.

Esauritasi l'iniziale fase sperimentale, lo strumento dell'AIR è stato poi "istituzionalizzato" e reso obbligatorio per tutte le amministrazioni dello Stato grazie alla legge 28 novembre 2005, n. 246 (Legge di semplificazione per il 2005), il cui art. 14, comma 1, ne definisce chiaramente lo scopo: consentire al regolatore una "valutazione preventiva degli effetti di ipotesi di intervento normativo ricadenti sulle attività dei cittadini e delle imprese e sull'organizzazione e sul funzionamento delle pubbliche amministrazioni, mediante comparazione di opzioni alternative" ⁽¹¹²⁾.

⁽¹¹¹⁾ A ciò seguì l'adozione della Direttiva del Presidente del Consiglio dei ministri 27 marzo 2000, recante "Analisi tecnico-normativa e analisi dell'impatto della regolamentazione"; della Circolare della Presidenza del Consiglio dei ministri 16 gennaio 2001, n. 1, recante "Guida alla sperimentazione dell'analisi di impatto della regolamentazione (AIR)"; della Direttiva del Presidente del Consiglio dei ministri 21 settembre 2001 sulla sperimentazione dell'analisi di impatto della regolamentazione sui cittadini, imprese e pubbliche amministrazioni.

⁽¹¹²⁾. Tale articolo è stato modificato dall'art. 15, co.2, lett. b) della legge 12 novembre 2011, n. 183, che vi ha aggiunto i commi 24-bis, 24-ter e 24-quater, in base ai quali gli atti di recepimento di direttive

Sempre in ordine alla qualità della regolazione in senso stretto, una particolare menzione merita la direttiva del Presidente del Consiglio dei Ministri del 26 febbraio 2009, recante disciplina dell'istruttoria degli atti normativi del Governo. La direttiva, che tipizza il procedimento istruttorio di che trattasi, in precedenza sostanzialmente rimesso alla prassi governativa, conferma l'importanza della qualità della regolazione come obiettivo prioritario che il Governo persegue attraverso “una adeguata programmazione delle iniziative normative, una approfondita analisi di impatto degli interventi, una completa istruttoria e un efficace coordinamento delle amministrazioni coinvolte” (così nella direttiva).

Sul piano, infine, della partecipazione pubblica dei soggetti interessati ai processi di regolazione e semplificazione, forme di consultazione degli stakeholders sono state previste per la prima volta con la legge 8 marzo 1999, n. 50 (Legge di semplificazione per il 1998), il cui art. 1, comma 2, stabilisce che “Con decreto del Presidente del Consiglio dei ministri sono individuate forme stabili di consultazione delle organizzazioni produttive e delle categorie, comprese le associazioni nazionali riconosciute per la protezione ambientale e per la tutela dei consumatori, interessate ai processi di regolazione e semplificazione”. La *ratio* a base di tale norma era la considerazione che la consultazione pubblica contribuisce alla democraticità delle scelte normative, favorisce la legittimazione ed efficacia del processo di regolazione, accresce il senso di responsabilità del legislatore, attua il principio di sussidiarietà e aiuta la capacità regolativa delle norme ⁽¹¹³⁾.

Ma precipuamente è nell'ambito dell'esperienza delle Autorità amministrative indipendenti nazionali che gli strumenti cui sopra si è fatto cenno hanno trovato ampia applicazione e maggiore affinamento, posto che ai procedimenti regolatori condotti dalle autorità indipendenti non si applicano le generali regole dell'azione amministrativa di cui alla legge n. 241/90, che escludono, dall'ambito di applicazione

comunitarie non possono prevedere l'introduzione o il mantenimento di livelli di regolazione superiore a quelli minimi richiesti dalle direttive stesse (divieto del c.d. *goldplating*). L'art. 14 in parola è stato attuato con i dd.PP.CC.MM. dell'11 settembre 2008, n. 170 (Regolamento recante disciplina attuativa dell'impatto della regolamentazione – AIR), 19 novembre 2009, n. 212 (Regolamento recante disciplina attuativa della verifica dell'impatto della regolamentazione – VIR), 16 gennaio 2013 (Direttiva recante disciplina sul rispetto dei livelli minimi di regolazione previsti dalla direttive europee, nonché aggiornamento del modello di Relazione AIR), 25 gennaio 2013 (Criteri per l'effettuazione della stima dei costi amministrativi di cui al comma 5-bis dell'articolo 14 della legge 28 novembre 2005, n. 246, ai sensi dell'articolo 6 della legge 11 novembre 2011, n. 180).

⁽¹¹³⁾ Consiglio di Stato, sez. consultiva, 27 marzo 2006, n. 1208/2006.

delle norme sulla partecipazione, l'attività della P.A. diretta all'emanazione di atti normativi ed amministrativi generali ⁽¹¹⁴⁾.

Quanto detto è avvenuto in specie con riferimento all'istituto della consultazione pubblica degli *stakeholders* ⁽¹¹⁵⁾, enfatizzato dalla stessa giurisprudenza amministrativa quale strumento "compensativo", in larga parte, del ritenuto *vulnus* al principio di legalità rappresentato dall'attribuzione di poteri regolatori a soggetti, le Autorità amministrative indipendenti, contraddistinti da un deficit di legittimazione democratica che gli deriverebbe dall'essere posti al di fuori della tradizionale tripartizione dei poteri e al di fuori del circuito di responsabilità delineato dall'art. 95 Cost.

Segnatamente, l'istituto partecipativo in questione è stato inteso dalla giurisprudenza amministrativa quale elemento che concorre ad assicurare il rispetto del principio di legalità, sulla base dell'assunto che la (quasi il-) legittimità dell'esercizio di poteri regolatori da parte di tali soggetti possa essere "colmata" dall'esistenza di strumenti di partecipazione dei soggetti che vi abbiano interesse – principalmente i principali destinatari degli atti regolatori di uno specifico mercato –, in quanto, in varia misura, essi possono essere ritenuti sostitutivi della dialettica propria delle strutture rappresentative. Tali strumenti configurerebbero quindi "le Autorità indipendenti organi dello Stato Comunità piuttosto che dello Stato Persona" ⁽¹¹⁶⁾.

Sempre alla giurisprudenza amministrativa si deve il riconoscimento all'istituto in questione della funzione di arricchire la base conoscitiva dell'istruttoria e di assicurare la pienezza del contraddittorio procedimentale. Valorizzando la funzione della consultazione preventiva quale mezzo volto a raccogliere il contributo informativo e valutativo dei soggetti interessati, esso è stato così inteso strumento essenziale per arricchire la base conoscitiva dell'attività di regolazione.

Si afferma quindi che "anche nell'ambito delle attività di regolazione delle Amministrazioni indipendenti opera il diritto al contraddittorio procedimentale, sia pure declinato nelle forme previste dagli speciali ordinamenti di settore (usualmente mediante forme di istruttoria pubblica e *audit*), al fine di garantire l'acquisizione corretta

⁽¹¹⁴⁾ In argomento si veda G. PUCCINI, *Osservazioni in tema di applicazione del principio del giusto procedimento agli atti normativi delle autorità indipendenti*, in CARETTI P. – GRISOLIA M.C. (a cura di), *Lo Stato costituzionale*, Bologna, 2010.

⁽¹¹⁵⁾ Molteplici sono le forme con cui la consultazione pubblica viene effettuata: inchieste campionarie, interviste semistrutturate, consultazioni col metodo *notice and comment*, *focus group*, audizioni etc.

⁽¹¹⁶⁾ T.A.R. Lombardia, sez. II, 10 aprile 2010, n. 3239.

e imparziale degli interessi privati coinvolti nell'esercizio del pubblico potere. Ne consegue che una regolazione che venga disposta senza contraddittorio con i soggetti interessati, dall'alto, senza il rispetto delle forme stabilite dalla stessa Autorità per l'acquisizione degli interessi da ponderare ai fini dell'adozione di atti generali, non può che dirsi viziata”⁽¹¹⁷⁾.

Rivolgendo l'attenzione alle Autorità di regolazione dei mercati finanziari, va osservato che la Consob ha solo di recente adottato un regolamento che disciplina i procedimenti volti all'adozione di atti di regolazione generale⁽¹¹⁸⁾.

Infatti, con delibera n. 19654 del 5 luglio 2016 (Regolamento concernente i procedimenti per l'adozione di atti di regolazione generale) la Consob ha dato finalmente corso alla delega regolamentare contenuta nell'art. 23 della citata legge n. 262/2005 sulla tutela del risparmio, conformemente ai principi e criteri direttivi indicati in detta disposizione.

In ordine al suo contenuto, va anzitutto rilevato che il Regolamento in questione, che si compone di nove articoli, definisce atti di regolazione generale i “regolamenti e gli atti di contenuto generale aventi natura prescrittiva” (art. 1, co.1, del Regolamento), e circoscrive, in maniera restrittiva, il suo ambito di applicazione sostanzialmente ai soli atti di regolazione, come sopra definiti, che attengono alle funzioni di vigilanza esercitate della cui adozione la Consob ha competenza esclusiva.

Difatti, nel caso in cui la legge prescriva che l'adozione di un atto di regolazione generale della Consob necessiti dell'intesa con altre Autorità di regolazione ovvero che esso debba essere adottato congiuntamente, trovano applicazione “i protocolli d'intesa stipulati con tali Autorità ovvero appositi accordi volti a disciplinare l'attuazione dei principi di cui all'articolo 23 della legge 28 dicembre 2005, 262” (così artt. 1, co. 2, lett. e) e 9, del Regolamento).

Va inoltre segnalato che, nonostante difettano del carattere precettivo, anche le raccomandazioni a carattere generale soggiacciono all'applicazione del Regolamento in discorso. Difatti, l'art. 5, co. 9, del Regolamento dispone che le raccomandazioni a contenuto generale siano sottoposte alle procedure di consultazione previste per gli

⁽¹¹⁷⁾ T.A.R. Lombardia, sez. III, 11 maggio 2010, n. 1455.

⁽¹¹⁸⁾ Sulle funzioni di regolazione della Consob si veda, per tutti, V. COLANTUONI, *Le funzioni di regolazione della Consob nella nuova governance europea*, in *I paper dell'Osservatorio*, Osservatorio Sull'Analisi di Impatto della Regolazione, novembre 2013.

atti di regolazione generale. Poiché la disposizione in discorso effettua un rinvio all'intero articolo che disciplina dell'istituto della consultazione, ne consegue che le raccomandazioni a carattere generale, al pari degli atti di regolazione generale, saranno oggetto di analisi di impatto della regolamentazione.

Per quel che concerne, invece, i principi cui deve essere improntata la procedura di produzione di atti di regolazione generale, il Regolamento indica il principio di proporzionalità, che si intende rispettato laddove, in sede di definizione del loro contenuto, si adottino “soluzioni ragionevolmente idonee a conseguire le finalità dell'atto di regolazione con i minori oneri aggiunti per i destinatari” (art. 3, co.1), e il principio di chiarezza, che si traduce nel dovere dell'Autorità di adottare, nella redazione delle disposizioni, “un linguaggio chiaro, comprensibile e coerente con il quadro legislativo sovraordinato” (art. 4).

Interessante, in ragione degli effetti di autolimitazione che ne derivano e delle possibili conseguenze sul piano della legittimità degli atti di regolazione generale adottati in eventuale violazione della disposizione relativa, è la previsione dei casi in cui la Consob può derogare, in tutto o in parte, alle disposizioni del Regolamento stesso.

Invero, il Regolamento, dopo aver genericamente indicato che la procedura di adozione di atti di regolazione generale in deroga (totale o parziale) può essere eseguita in casi “di necessità e urgenza o per ragioni di riservatezza”, offre una tipizzazione di tali casi, indicando, sotto il profilo della necessità e urgenza, eventuali “situazioni di mercato che possano compromettere il regolare funzionamento e l'integrità dei mercati finanziari nonché la tutela degli investitori, imponendo la tempestiva adozione di atti di regolazione generale” ovvero quando “il termine per l'attuazione stabilito da una fonte normativa sovraordinata ne impedisca l'osservanza”; sotto il profilo delle ragioni di riservatezza, qualora “specifiche e motivate esigenze di tutela dei soggetti interessati rendano necessaria l'immediata adozione di atti di regolazione generale” (art. 7, del Regolamento).

In ordine, infine, agli strumenti serventi il procedimento regolatorio, assoluta centralità viene data all'istituto della consultazione e all'analisi di impatto della regolamentazione (artt 5 e 3, co.2 e 3, del Regolamento).

Quanto all'istituto della consultazione, va rammentato che già prima dell'adozione del Regolamento in esame, la Consob faceva ricorso all'istituto in questione, introdotto in via di prassi sul modello *notice and comment*. Come è noto, tale modalità di

consultazione consiste nella diffusione di schemi o versioni preliminari dell'atto di regolazione da adottare al fine di acquisire, entro un termine stabilito, osservazioni scritte da parte di chi ha interesse. In tal modo si introduce, quindi, nel procedimento di formazione della regolazione una vera e propria fase consultiva, grazie alla quale, con l'ausilio dei soggetti interessati, l'Autorità di regolazione procedente pondera le condizioni di attuabilità dell'intervento regolatorio in corso e di valutarne i costi e i benefici per i suoi destinatari.

Ciò premesso, il Regolamento in commento stabilisce che, prima dell'adozione dell'atto di regolazione generale, la Consob diffonde un documento contenente lo schema dell'atto di regolazione che intende sottoporre a consultazione, la descrizione delle motivazioni sottese all'atto e degli obiettivi che essa intende perseguire con esso, delle eventuali consultazioni informali preliminari effettuate, delle ripercussioni che il provvedimento è idoneo a produrre, e delle analisi di impatto della regolamentazione realizzate; nonché, infine, le modalità e i termini entro cui gli interessati possono trasmettere le proprie osservazioni ⁽¹¹⁹⁾.

Durante la fase di consultazione non è tuttavia inibito alla Consob di effettuare incontri, anche ristretti, con particolari categorie di stakeholders. In questi casi, tuttavia, è fatto obbligo all'Autorità in questione di dare notizia, nel proprio sito internet, di tali incontri e degli elementi di valutazione emersi in tali sedi, ancorché solo al termine della consultazione (art. 5, co. 7, del Regolamento).

Conclusasi la consultazione, la Consob “adotta l'atto finale accompagnato da una relazione che ne illustra le conseguenze sulla regolamentazione, sull'attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori e dei risparmiatori”. Nella medesima relazione – si precisa ulteriormente – trovano collocazione i motivi e gli obiettivi dell'atto regolatorio a cui inerisce, i risultati dell'analisi di impatto della regolamentazione effettuata, gli esiti della consultazione e, infine, gli indicatori che saranno impiegati in occasione della futura revisione periodica dell'atto regolatorio, prevista, tendenzialmente, con cadenza triennale dalla data di adozione dell'atto stesso (artt. 6 e 8, del Regolamento).

⁽¹¹⁹⁾ Si osserva che gli interessati possono chiedere di mantenere l'anonimato in occasione della pubblicazione da parte della Consob, sul proprio sito internet, delle osservazioni ricevute sullo schema di atto di regolazione generale sottoposto a consultazione, ovvero di vietarne del tutto la divulgazione (art. 5, co.6, del Regolamento).

In proposito si osserva che, se l'impiego dell'indicativo deontico nel testo della disposizione dedicata all'adozione dell'atto (art. 6) lascerebbe intendere la natura doverosa, se non proprio obbligatoria, di tale operazione, tuttavia occorre rilevare che, in senso contrario, depongono non solo le note tesi circa l'inconfigurabilità di veri e propri obblighi coercibili a carico delle autorità pubbliche di adozione di atti normativi, ma anche, da un lato, lo stesso articolo che disciplina l'istituto della consultazione, sol che si consideri che ivi è riconosciuta alla Consob la facoltà ("quando lo ritenga necessario") di effettuare ulteriori consultazioni su uno schema di atto di regolazione generale (art. 5, co.8, del Regolamento); dall'altro, che nel novero delle opzioni regolatorie vi è anche la "opzione-zero" (implicante l'astensione dall'adottare nel caso specifico atti regolatori), la cui percorribilità, per ragioni logiche più che giuridiche, può valutarsi solo all'esito delle procedure di consultazione.

Per quel che concerne l'AIR, in generale va osservato che si deve alla legge 29 luglio 2003, n. 229 (Legge di semplificazione 2001) l'introduzione dell'obbligo per le Autorità amministrative indipendenti di dotarsi, seppur nei modi previsti dai rispettivi ordinamenti, di forme e metodi di tali analisi per l'esercizio delle funzioni di regolazione ad esse demandati.

In base all'art. 12 della legge in questione, infatti, "1. Le autorità amministrative indipendenti, cui la normativa attribuisce funzioni di controllo, di vigilanza o regolatorie, si dotano, nei modi previsti dai rispettivi ordinamenti, di forme o metodi di analisi dell'impatto della regolamentazione per l'emanazione di atti di competenza e, in particolare, di atti amministrativi generali, di programmazione o pianificazione, e, comunque, di regolazione".

Per quanto riguarda le Autorità nazionali di regolazione dei mercati finanziari è poi intervenuto l'art. 23 della citata legge n. 262/2005, che, più in dettaglio, ha stabilito che i provvedimenti della Banca d'Italia, della Consob, dell'IVASS e della COVIP aventi natura regolamentare o di contenuto generale siano accompagnati "da una relazione che illustra le conseguenze sulla regolamentazione, sull'attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori e dei risparmiatori (...)".

La Consob, come accennato in precedenza, con il Regolamento in esame ha istituzionalizzato l'AIR quale strumento che precede e accompagna l'intero ciclo di

produzione dell'atto di regolazione generale al fine di assicurare che il contenuto dell'atto medesimo sia rispettoso del principio di proporzionalità ⁽¹²⁰⁾.

Stabilisce il citato Regolamento che la Consob, al fine “di applicare il principio di proporzionalità”, effettua l’AIR in conformità alle Linee guida della Commissione europea in materia di *better regulation* “graduando i metodi e le procedure di analisi in funzione della rilevanza dei rischi correlati alle finalità di vigilanza, della complessità della materia e del margine di discrezionalità risultante dalla normativa sovraordinata” (art. 3, co.2).

Più in particolare, l’AIR è deputata a: fornire indicazioni circa gli obiettivi dell’intervento normativo, evidenziando, se del caso, l’analisi dei fallimenti di mercato e regolamentari che sono alla base della decisione dell’intervento regolatorio; illustrare le opzioni regolamentari a disposizione, ivi inclusa, ove le circostanze lo consentano, la c.d. “opzione-zero”; definire la stima dei costi e dei benefici attesi, alla stregua anche della tipologia dei destinatari dell’atto di regolazione, dei tempi per la sua attuazione e dei rilievi emersi nell’ambito delle procedure di consultazione; indicare gli oneri amministrativi che l’atto di regolazione analizzato introdurrebbe e/o eliminerebbe a carico degli stakeholders, nonché gli indicatori da impiegare per la successiva revisione periodica dell’atto medesimo; a motivare in ordine alla ricorrenza, nel caso specifico, delle circostanze eccezionali che consentono di derogare alla regola del c.d. *goldplating* (art. 3, co. 3, del Regolamento).

La qualità del prodotto del ciclo di produzione della regolazione è, inoltre, “variabile dipendente” della capacità dell’Autorità di regolazione di programmare adeguatamente, nel medio e lungo periodo, i propri interventi normativi.

In questa prospettiva, il Regolamento in discorso prevede che la Consob, ai fini dell’efficace ed efficiente perseguimento delle proprie finalità, definisce annualmente un documento di programmazione non vincolante, integrabile e modificabile in corso d’anno in ragione di sopravvenute esigenze di regolazione, contenente il Piano delle attività che intende svolgere per l’adozione degli atti di regolazione generale e per la revisione periodica degli stessi (art. 2, co.1 e 3, del Regolamento)

⁽¹²⁰⁾ In tema si veda, per tutti, S. CARBONE, F. FIAMMA, T. MARCELLI, V. MIRRA, D. ZAOITINI, *La qualità della regolazione nell’esperienza della Consob. Dalla misurazione degli oneri amministrativi al ciclo della valutazione. Il caso dell’equity crowdfunding*, Consob, Serie Discussion papers, 6/2016.

A tale scopo è stabilito che, ai fini della programmazione, la Consob tenga conto delle fonti normative sovraordinate da recepire o attuare con propri atti di regolazione generale, degli impegni assunti nelle sedi di cooperazione nazionale e internazionale tra Autorità di vigilanza sui mercati finanziari; dei risultati dell'attività di revisione periodica precedentemente svolta e della necessità di effettuarla; delle eventuali indicazioni e proposte pervenute dagli *stakeholders* e dalle eventuali associazioni rappresentative degli stessi.

Alla prima attuazione della disposizione in commento la Consob ha provveduto con la pubblicazione sul proprio sito internet nel giugno 2017 del “Piano delle Attività di Regolazione”, contenente l'illustrazione degli interventi di regolazione di cui è stata programmato lo svolgimento o prevista la conclusione entro la fine del 2017.

4.2. (Segue) Il procedimento di regolazione dell'ESMA (Cenni).

Simmetricamente, anche il ciclo di produzione degli atti di regolazione dell'ESMA soggiace a un regime analogo a quello descritto nel paragrafo precedente.

Nel 48° Considerando del Regolamento Ue n. 1095/2010, istitutivo dell'ESMA, si trova, infatti, affermato che “prima di adottare progetti di norme tecniche di regolamentazione o di attuazione, orientamenti e raccomandazioni, l'Autorità debba procedere ad analisi di impatto, ricorrendo, sempre per ragioni di efficacia, a un gruppo delle parti interessate nel settore degli strumenti finanziari e dei mercati, che rappresenti in modo proporzionato i partecipanti ai mercati finanziari, le piccole e medie imprese (PMI), il mondo accademico, i consumatori e altri utenti al dettaglio dei servizi finanziari.

La traduzione sul piano normativo del citato Considerando si deve agli artt. 10, co.1, e 15, co. 1, del citato Regolamento ESMA, i quali prevedono che l'adozione delle proposte di norme tecniche di attuazione ovvero di regolamentazione da sottoporre alla Commissione europea siano precedute da pubbliche consultazioni e da analisi costi-benefici, salvo che dette consultazioni e analisi “siano sproporzionate in relazione alla portata e all'impatto dei progetti di norme tecniche di attuazione interessati o in relazione alla particolare urgenza della questione”.

Analogamente dispone l'art. 16 del Regolamento in questione per gli orientamenti e raccomandazioni, anch'essi sottoposti a pubbliche consultazioni “proporzionate rispetto alla sfera di applicazione, alla natura e all'impatto degli orientamenti o delle raccomandazioni” (co.1).

CAPITOLO III

L'ARCHITETTURA ISTITUZIONALE DELLA REGOLAZIONE DEI MERCATI FINANZIARI TRA ORDINAMENTO NAZIONALE E ORDINAMENTO EUROPEO

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Le Autorità nazionali di ‘governo’ dei mercati finanziari. La ripartizione delle competenze tra Consob, Banca d’Italia e Ministero dell’economia e delle finanze. – 3. La Consob come principale Autorità ‘reggente’ di settore. – 4. L’assetto organizzativo europeo. Il *rule making process* europeo nel Rapporto Lamfalussy. – 5. Il ruolo della Commissione europea e della ‘comitologia’ nel processo regolativo in materia di mercati finanziari; – 6. I nodi ‘irrisolti’ della ‘composita’ *governance* europea dei mercati finanziari. – 7. Gli sviluppi successivi. – 8. L’istituzione dell’Autorità europea di vigilanza degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA). – 8.1. (Segue) La *governance* dell’ESMA. – 8.2. (Segue) Il concorso all’esercizio della funzione normativa della Commissione europea per assicurare “condizioni uniformi di applicazione” e “l’applicazione coerente” della legislazione europea. – 8.3. (Segue) L’esercizio “soffice” del potere conformativo: le *non-binding measures* – 8.4. (Segue) I rapporti tra l’ESMA e le Autorità nazionali di regolazione. – 8.5. (Segue) I rimedi giustiziali. – 8.6. (Segue) Conclusioni

1. Premessa

Nelle pagine introduttive di questo lavoro si è fatto cenno alla volontà, per l’economia del presente scritto, di circoscrivere l’oggetto dell’indagine al mercato finanziario in senso stretto ⁽¹²¹⁾, escludendo pertanto dalla relativa trattazione il comparto assicurativo e creditizio.

Sul punto è opportuno ricordare in questa sede che il mercato assicurativo e creditizio, seppur tradizionalmente considerati quali elementi ‘costitutivi’ del mercato finanziario nella sua accezione più ampia, sono disciplinati da complessi normativi che esprimono logiche di ‘sistema’ in parte convergenti, in parte divergenti rispetto a quelle

⁽¹²¹⁾ Accezione ristretta di mercato finanziario che, volendo, può farsi coincidere con quella di mercato degli strumenti finanziari (nel senso specificato dall’A.) utilizzata da A. SEGNI, *I mercati e i valori mobiliari*, in S. CASSESE (a cura di), *Trattato di diritto amministrativo*, II vol., Milano, 2000, 2187-2188.

che informano il mercato dei valori mobiliari e dei servizi e degli strumenti finanziari in generale ⁽¹²²⁾.

I tratti di convergenza di 'sistema' dei primi due comparti con quello degli strumenti finanziari sono rappresentati dal fatto che per ciascun segmento di mercato si pone un'esigenza di vigilanza pubblica volta a salvaguardare, ad un tempo, le posizioni giuridiche dei risparmiatori; all'altro, la stabilità e la tendenziale efficienza di funzionamento di ciascun comparto.

Ma se questo è il tratto comune più evidente, ciò non oblitera, tuttavia, che è solo nel mercato (dei servizi e) degli strumenti finanziari che si manifesta massimamente l'intreccio di settori, di soggetti e di prodotti che, invece, non è dato registrare con simile intensità negli altri comparti (caratterizzati, invece, da una forte specializzazione, relativa soprattutto all'oggetto dell'attività svolta, creditizia o assicurativa): in ciò, appunto, si manifesterebbe la logica divergente di 'sistema'⁽¹²³⁾.

Svolta questa precisazione, occorre, a questo punto, indicare il piano di svolgimento dell'indagine che si conduce in questo capitolo. Per quel che riguarda gli aspetti strutturali delle autorità preposte alla regolazione e al controllo dei mercati finanziari, l'obiettivo è evidenziare come lo studio dei profili organizzativi debba prendere le mosse dall'ordinamento interno per poi estendere il proprio raggio di osservazione oltre i confini nazionali, in quanto è solo la prospettiva sovranazionale che consente di avere una compiuta visione della realtà del fenomeno indagato e del posto che occupano i soggetti pubblici che svolgono funzioni di regolazione e contestualmente di affrontare alcuni 'nodi' irrisolti intorno alla figura delle autorità pubbliche nazionali preposte alla vigilanza del settore.

(122) Si rammenti che secondo taluni mercato mobiliare e mercato finanziario sono nozioni contermini se non proprio sinonimiche; secondo altri, invece, il primo (mercato mobiliare) indicherebbe esclusivamente uno specifico segmento del mercato finanziario in cui sono trattati 'valori mobiliari', mentre il secondo (mercato finanziario) rappresenterebbe quel mercato in cui vengono scambiate le attività finanziarie intese in senso ampio (dalla moneta alla polizza assicurativa). In questa sede, s'è ritenuto opportuno, tuttavia, accogliere una nozione ristretta di mercato finanziario tale da farlo corrispondere a quello di mercato mobiliare. Nel primo senso vedi A. BANFI (a cura di), *I mercati e gli strumenti finanziari*, Torino, III ed., 1998, 3 ss.; nel secondo G. ZADRA, *Strutture e regolamentazione del mercato mobiliare*, Milano, II ed., 1995, 10 ss.

(123) L'offerta e (lo scambio) di prodotti e servizi finanziari, sempre più complessi e qualificati; la presenza di soggetti che in gran parte sono i medesimi che negli altri due comparti menzionati svolgono il ruolo di agenti principali (banche e società assicurative) e che svolgono il ruolo d'intermediari, consulenti ed emittenti valori mobiliari sono, a nostro avviso, indizi sufficienti per ritenere non infondata la scelta di sovrapporre la nozione di mercato finanziario a quella di mercato mobiliare.

I soggetti pubblici che intervengono sui mercati finanziari regolandoli e/o vigilandoli costituiscono, infatti, una struttura a morfologia composita. Affianco alle diverse autorità nazionali che perseguono, all'interno di un disegno unitario, finalità distinte (incidenti, nello stesso modo, sui mercati finanziari) si attesta, infatti, la presenza di autorità sovranazionali, di carattere europeo o extra europeo, che svolgono funzioni che con quelle esercitate dalle prime si intrecciano condizionandosi reciprocamente ⁽¹²⁴⁾.

Questa morfologia organizzativa composita trova fondamento, prima ancora che nel diritto positivo, nella 'natura delle cose'.

Essa si impone in ragione della estrema dinamicità e complessità degli odierni mercati finanziari, la cui evoluzione ed espansione, dettate dai rapidissimi ritmi dello sviluppo tecnologico e della globalizzazione, costringono le autorità pubbliche a compiere continui e repentini sforzi di adeguamento e affinamento non solo delle loro tecniche di regolazione o di vigilanza in senso stretto, bensì anche della loro stessa struttura organizzativa.

Non può, infine, sottacersi come l'analisi dell'assetto organizzativo, così come configurato dal diritto europeo ⁽¹²⁵⁾, sia in grado di 'lumeggiare' non solo aspetti legati alla natura delle funzioni esercitate dalle autorità preposte alla vigilanza del settore, ma anche profili che, su un piano squisitamente interno, riguardano i connotati di indipendenza e neutralità di queste autorità ⁽¹²⁶⁾.

I vari piani in cui si articola l'esercizio della funzione regolatoria all'interno di questa morfologicamente complessa struttura organizzativa, e la particolare composizione degli organi e degli enti che partecipano alla definizione e all'attuazione dell'assetto regolativo dei mercati finanziari, in ragione dei compiti loro attribuiti dalla normativa

⁽¹²⁴⁾ E' del tutto evidente, pertanto, l'importanza di quest'aspetto e, quindi, di quanto un dato assetto organizzativo possa conformare l'esercizio di una funzione e, in definitiva, la realizzazione delle finalità per le quali un certo ente (o complesso di enti) sia stato istituito.

⁽¹²⁵⁾ Si tratterebbe della prospettiva organizzativa dell'architettura di vertice della supervisione dei mercati finanziari. Sul punto, si vedano diffusamente i saggi contenuti in E. CHITI, G. VESPERINI (eds.), *The Administrative Architecture of Financial Integration. Institutional Design, Legal Issues, Perspectives*, Bologna, 2015, nonché M. PELLEGRINI, *L'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo: funzioni e limiti della supervisione*, in Rivista trimestrale diritto dell'economia, 1/2012; V. TROIANO, *L'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo*, in Pellegrini M. (a cura di), *Corso di diritto pubblico dell'economia*, Padova, 2016.

⁽¹²⁶⁾ Come si è visto nel precedente capitolo, le principali autorità di settore, la Consob e la Banca d'Italia, sono annoverate dalla maggior parte degli autori tra le autorità amministrative c.d. indipendenti del cui modello condividerebbero l'indipendenza dall'esecutivo e la natura neutrale delle funzioni esercitate. L'analisi dell'aspetto strutturale pone in dubbio la fondatezza di questa conclusione.

primaria (tanto comunitaria quanto nazionale), permettono, infatti, di entrare in possesso d'importanti chiavi di lettura dei fenomeni in oggetto, alla luce delle quali è possibile trarre utili spunti per superare alcuni 'falsi problemi' e svelare l'inconsistenza di certe teorizzazioni intorno alle sopra richiamate questioni.

Il percorso d'indagine prenderà quindi inizio dalla considerazione delle autorità di settore che sono presenti nell'ordinamento nazionale e proseguirà poi con l'analisi del principale organismo che, a livello europeo, esercita funzioni regolatorie dei mercati finanziari.

2. Le Autorità nazionali di 'governo' dei mercati finanziari. La ripartizione delle competenze tra Consob, Banca d'Italia e Ministero dell'economia e delle finanze

La composita morfologia della *governance* dei mercati finanziari, prima ancora che sul piano sovranazionale, si riscontra massimamente a livello nazionale.

Limitando l'osservazione alle Autorità di regolazione dei mercati finanziari operanti nel contesto europeo, si può, infatti, constatare come nella maggior parte dei principali Paesi europei non vi sia un solo organismo pubblico a svolgere tutte le funzioni che possono inerire ai mercati finanziari, bensì vi è quasi sempre il concorso di organi ed enti distinti, ciascuno in ragione di specifiche attribuzioni conferitegli dall'ordinamento di riferimento ⁽¹²⁷⁾.

Al riguardo è noto il dibattito sul modello ideale o preferibile di autorità di 'supervisione' dei mercati finanziari che ha visto fronteggiarsi principalmente gli

⁽¹²⁷⁾ Per vero, va detto che in questi ultimissimi anni, sulla scia dell'esperienza inglese, si sono registrati in alcuni Stati europei diversi tentativi di accorpamento delle funzioni regolatorie distribuite tra più enti distinti in un unico ente di nuova costituzione o già esistente. I dibattiti sul punto sono molto accesi e le opinioni sulla bontà di tale scelta sono contrastanti, soprattutto in quanto nell'orbita del tema è necessariamente attratta la questione del ruolo della banca centrale come garante della stabilità sistemica. Per un recente caso di 'accorpamento' di funzioni in un'unica Autorità sia consentito rinviare a A. PALAZZO, *Quale ruolo per le banche centrali nell'Ume? L'esempio della Banca centrale d'Irlanda: da Principal Currency Authority a Supervisory Authority*, in O. ROSELLI (a cura di), *Europa e Banche centrali*, Quaderni della Rassegna di Diritto pubblico europeo, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2004, pp. 245-276. Anche a livello europeo, v'è stato chi ha caldeggiato una svolta in senso 'centralista', proponendo il trasferimento delle competenze delle diverse autorità di regolazione nazionali in una nuova Autorità unica europea di regolazione dei mercati finanziari. Ma tale proposta, come vedremo, non ha avuto seguito. Sul tema, si vedano fin d'ora, le relazioni e gli interventi presentati al convegno *'I nuovi assetti dei mercati finanziari: quale organizzazione della vigilanza'*, tenutosi a Bologna il 4 maggio 2001, i cui atti sono ora pubblicati in *Banca, Borsa, Società*, 3, 2001, 351-450.

economisti e gli scienziati dell'organizzazione sulla dicotomia 'autorità di regolazione unica' – 'pluralità di autorità di regolazione'. Alle ragioni addotte dai sostenitori del modello 'accentrato', secondo cui esso è preferibile in termini di costi e di flessibilità della burocrazia, in quanto concentra presso di sé tutti i poteri di controllo sul settore bancario, assicurativo e mobiliare senza distinzioni tra i diversi obiettivi di tutela, ha una maggiore visione di insieme degli interessi e dell'azione concretamente esercitabili e ha il vantaggio di rappresentare un unico centro di riferimento per il risparmiatore, hanno fatto eco le obiezioni di chi ritiene che il modello "accentrato" sia invece destinato all'inefficienza per inevitabili deficit organizzativi interni, per la eccessiva concentrazione di 'potere' in capo a un'unica istituzione, per la maggiore esposizione della stessa al rischio di "cattura del regolatore", nonché per la possibile induzione negli investitori di comportamenti opportunistici o non prudenti, alimentando il fenomeno di "moral hazard".

Pertanto, il modello con pluralità di organismi di vigilanza, non è un modello unitario, ma è a "geometria variabile" in funzione dell'oggetto della vigilanza attribuito a ciascuna autorità. Infatti, oltre ai casi della suddivisione 'orizzontale' per soggetti, beni, attività e finalità, la distribuzione alle autorità preposte delle attribuzioni in materia di regolazione e vigilanza può seguire una logica 'trasversale', in quanto può interessare i medesimi beni, attività e soggetti, riguardati tuttavia sotto diversificati obiettivi di tutela ⁽¹²⁸⁾.

Neppure l'ordinamento italiano si sottrae alla logica della morfologia complessa. La *governance* dei mercati finanziari è affidata, infatti, con gradi d'intensità e per finalità

⁽¹²⁸⁾ Parrebbe questa la fisionomia dell'ordinamento italiano, nel quale la normativa primaria stabilisce il fine ultimo della vigilanza di ciascuna autorità, le prepone, di fatto, a un particolare segmento di mercato finanziario e su queste basi costruisce l'intero impianto dei controlli. Questo modello, se ha l'indubbio vantaggio di consentire una visione integrata del sistema finanziario e di assicurare al suo interno la concorrenza, corre tuttavia, più di ogni altro, il rischio di creare sovrapposizioni tra interventi delle autorità interessate, vuoti di tutela e costi maggiori di transazione rispetto al modello "accentrato" di una Autorità unica di vigilanza dei mercati finanziari.

diverse, a tre soggetti distinti: la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa ⁽¹²⁹⁾, la Banca d'Italia e il Ministero dell'Economia e delle Finanze ⁽¹³⁰⁾.

La questione è vedere, allora, come, in base alla normativa interna, si diparte tra questi tre soggetti l'attività regolativa e di vigilanza, e come si delinea complessivamente il sistema di *governance* del settore in esame, rilevando, tuttavia, fin d'ora, che la Consob, per il ruolo che essa svolge sul piano internazionale, è senz'altro, tra le tre autorità menzionate, la principale autorità di regolazione dei mercati finanziari ⁽¹³¹⁾.

Sul piano delle considerazioni generali può, innanzi tutto, dirsi che l'architettura istituzionale disegnata dal decreto legislativo n. 58/1998 (TUF) riflette la mancanza, a monte, di un progetto organico di distribuzione delle competenze tra le diverse autorità coinvolte.

Il TUF si limita, infatti, a raccogliere, con l'intento di coordinarle e razionalizzarle, molteplici disposizioni normative venutesi a sovrapporre nel corso degli anni in maniera incoerente e, pertanto, replica da tale originaria incoerenza la propria complessità.

L'attuale assetto della disciplina italiana in materia di mercati finanziari fotografa, quindi, tanto la progressiva affermazione di fattori legati all'integrazione comunitaria, il cui tratto più evidente è consistito nella riduzione delle competenze in materia del Ministero dell'economia e delle finanze e nella contemporanea loro attribuzione a un

⁽¹²⁹⁾ La storia della Consob è relativamente recente. Nella sua configurazione originaria i suoi poteri erano il risultato di un trasferimento di quelli delle camere di commercio, da esercitarsi sotto la vigilanza del Ministero del Tesoro. Formata da un Presidente e quattro membri, nominati con decreto del Presidente della Repubblica su proposta del Presidente del Consiglio dei Ministri, previa deliberazione del Consiglio stesso, la Commissione, priva di personalità giuridica e di autonomia di bilancio, era un organo soggetto al potere di indirizzo politico amministrativo del Governo, collegato all'organizzazione amministrativa dello Stato-persona a cui sono imputati i relativi atti (sottoposti a controlli di legittimità del governo e a controlli di merito). Ed è sulla spinta di un dibattito sulle nuove modalità di intervento nell'economia da parte dei pubblici poteri a salvaguardia dell'interesse pubblico, che poneva al centro l'opportunità della costituzione di organi autonomi e indipendenti dal potere politico, dotati di una expertise tecnica in grado anche di cogliere le 'peculiarità' del settore economico a cui sarebbero stati preposti, che nel 1985, a seguito dell'emanazione della L. 4 giugno, n. 281, la Commissione acquista personalità giuridica di diritto pubblico ed estende il suo controllo dal segmento della Borsa all'intero settore del mercato mobiliare. Il processo di maturazione che vedrà la Consob acquistare lo status di autorità indipendente e diventare parte attiva di una rete di poteri pubblici nazionali e sovranazionali si compie con l'entrata in vigore del c.d. decreto Eurosime (d.lgs. n. 415/1996) e poi con l'entrata in vigore del c.d. decreto Draghi (d.lgs. n. 58/1998, TUF). Sulla evoluzione della Consob e sui suoi quattro stadi di sviluppo si veda la ricostruzione di S. CASSESE, *La commissione nazionale per la società e la borsa e i poteri indipendenti*, in *Rivista delle società*, 1994, 412 ss. Più di recente, si veda G. ROMAGNOLI, *Consob. Profili e attività*, Torino, 2012.

⁽¹³⁰⁾ In argomento si veda, A. SEGNI, *I mercati e i valori mobiliari*, cit., 2216-2217.

⁽¹³¹⁾ Quest'ultima precisazione, peraltro, ci consente di giustificare la particolare attenzione che nel prossimo paragrafo si presterà ai profili strutturali della Consob, e segnatamente alla figura del suo Presidente.

soggetto da esso distinto, la Consob, con specifiche competenze in tema di trasparenza e correttezza nelle negoziazioni; così come l'evoluzione della finanza privata, la quale, oltre ad essere contrassegnata da profonde innovazioni in tema di strumenti finanziari, ha comportato l'evanescenza dei confini tra i diversi comparti finanziari, tale da richiedere, al fine di contenere al massimo la propagazione di rischi sistemici da un comparto all'altro, un più articolato controllo della 'sana e prudente gestione' degli operatori finanziari da parte di un soggetto pubblico tradizionalmente deputato a tale scopo, la Banca d'Italia.

Quanto sottolineato trova poi ulteriore conferma nel fatto che, volendo inquadrare la questione anche sotto il profilo dei modelli o 'approcci' teorici in materia di regolamentazione e vigilanza, il TUF non ne accoglie uno in particolare, ma piuttosto dà luogo ad un modello sostanzialmente ibrido, in cui, cioè, tratti di un modello si intrecciano con quelli di altri.

Il modello ibrido fatto proprio dal TUF contiene elementi dei due principali schemi teorici che la letteratura economica ci ha fornito procedere per classificare le autorità di regolazione e vigilanza dei mercati finanziari ⁽¹³²⁾.

Il primo tra essi è quello definito della c.d. vigilanza istituzionale (o sezionale, o 'per soggetti' o per 'mercati'). Secondo questo modello, si avranno tante distinte Autorità con compiti di regolazione e vigilanza, quanti sono i segmenti di mercato finanziario e le categorie di operatori finanziari che vi operano. In tal modo, tenendo ferma la tradizionale definizione del sistema finanziario suddiviso in comparti, avremo Autorità di regolazione e vigilanza diverse a seconda che si tratti del segmento del mercato bancario, assicurativo o mobiliare, ovvero che si tratti di operatori bancari, assicurativi o d'intermediazione mobiliare (*et similia*).

Il secondo approccio, definito della c.d. vigilanza per finalità, postula, invece, che i soggetti e i mercati soggiacciono alla regolazione e al controllo di autorità distinte, ognuna competente con riferimento a ciascun obiettivo della regolamentazione posto dalla normazione primaria. In base al criterio del fine perseguito, quindi, avremmo: un'autorità che assicuri la trasparenza e la correttezza delle negoziazioni; un'autorità

⁽¹³²⁾ Ci limitiamo ad indicare i principali modelli, non essendo questa la sede per una compiuta disamina di tutti i modelli proposti dalla letteratura economica. Così come non ci pare conferente con il presente studio dare conto dei *pro* e dei *contro* dell'adozione di un modello piuttosto che un altro. Per una rapida rassegna dei modelli in parola si veda C. DI NOIA- L- PIATTI, *Regolamentazione e mercato finanziario: analisi e prospettive di riforma per il sistema italiano*, Consob, Quaderni di Finanza, 1998.

che vigili sulla stabilità degli operatori e del sistema nel suo complesso; un'autorità che garantisca e tuteli la concorrenza tra gli operatori sull'intero mercato finanziario (in senso ampio).

Quante e quali tracce, allora, di questi due modelli sarebbe presenti nel TUF?

La *summa divisio*, comunemente proposta, secondo cui alla Consob competerebbero i profili della trasparenza e correttezza: dei comportamenti di tutti gli intermediari che operano in strumenti finanziari (art.5); dei mercati regolamentati e dell'ordinato svolgimento delle negoziazioni che ivi si svolgono (art.63); del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali e della sua efficienza (art.91); mentre alla Banca d'Italia spetterebbero i profili attinenti alla stabilità degli intermediari, sembrerebbe indicare che il TUF ha fatto proprio il modello di vigilanza c.d. per finalità, senz'altro ⁽¹³³⁾.

In realtà, tale assunto poggia su deboli basi, in quanto non si dimostra sufficientemente capace di rappresentare appieno come siano concretamente distribuite, all'interno dell'impianto delineato dal TUF, le attribuzioni tra questi due soggetti; né tanto meno riesce a dare una precisa spiegazione della presenza del Ministero dell'economia e delle finanze, che ha sì competenze minori, ma nient'affatto irrilevanti.

Il TUF contiene, per vero, solo una disposizione di carattere generale da cui può trarsi una chiara delimitazione delle reciproche sfere di competenza di ciascun'autorità.

L'art.5, infatti, dispone che in vista del raggiungimento degli obiettivi di vigilanza posti, la Banca d'Italia è competente "per quanto riguarda il contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione degli intermediari" (co.2), mentre la Consob è competente "per quanto riguarda la trasparenza e la correttezza dei comportamenti" (co.3) ⁽¹³⁴⁾. Tale disposizione, tuttavia, fa esclusivo riferimento alla

⁽¹³³⁾ Opinione talmente diffusa che citare tutti coloro che la sostengono sarebbe impossibile. Si veda, pertanto, da ultimo, E. MONACI, *Collaborazione tra le autorità di vigilanza nel mercato finanziario*, in F. BELLI- M.E. SALERNO (a cura di), *La riforma del mercato finanziario e le nuove regole di "governo societario"*, Milano, 2002, 87-114, la quale dopo aver rilevato che è "senza dubbio apprezzabile" che la legislazione in materia di intermediazione mobiliare ha adottato "un modello di vigilanza per finalità " è tuttavia costretta ad ammettere che esso "non si è realizzato in pieno" adducendo come esempi di deroga al principio ad esso sotteso "l'attribuzione alla Banca d'Italia della tutela della concorrenza nel settore del credito" e non anche degli altri intermediari non bancari, "l'aver affidato il controllo sui fondi pensione alla CONVIP" o, ancora, l'aver attribuito "al Ministro del Tesoro e allo stesso CICR competenze in materia di pubblicità, trasparenza relativamente ai titoli di Stato ed ai contratti bancari (qui il riferimento è tuttavia all'art.116 del Testo Unico Bancario " (99-100).

⁽¹³⁴⁾ Accanto agli obiettivi della stabilità e del buon funzionamento del sistema finanziario, con la normativa di recepimento della direttiva Mifi vengono aggiunti quelli della "salvaguardia della fiducia

disciplina degli intermediari, lasciando così scoperti gli altri profili, i mercati e gli emittenti, per i quali invece il riparto di competenze non si fonda su una esplicita e chiara norma, bensì dovrà essere desunto in via interpretativa dalla normativa primaria che pone gli obiettivi di vigilanza ⁽¹³⁵⁾.

E', quindi, sulla base dell'analisi delle singole disposizioni in via interpretativa che potrà avvenire, caso per caso e per ciascuno specifico oggetto, l'individuazione dell'autorità competente per quel determinato profilo di disciplina.

A complicare ulteriormente il tentativo di definire le aree di attribuzioni riservate delle tre autorità di regolazione, concorre inoltre il rilievo (ma l'appunto è evidente *ictu oculi*) che in numerose disposizioni del TUF è previsto che per l'adozione di un atto occorra la necessaria partecipazione di più autorità. Il TUF contempla, infatti, molteplici ipotesi in cui la fase decisoria si presenta pluristrutturata ⁽¹³⁶⁾ in quanto alcuni atti devono essere adottati dall'autorità competente *sentite* le altre ⁽¹³⁷⁾; ovvero *d'intesa*

nel sistema finanziario", la "osservanza delle disposizioni in materia finanziaria" e la "competitività del sistema finanziario". Il primo è sicuramente di stringente attualità, in quanto la fiducia, "*risorsa volatile*", è essenziale per il buon funzionamento dei mercati. Essa è l'incentivo primario per gli investimenti e dunque per la circolazione della ricchezza. La mancanza di fiducia "scoraggia" il risparmio e, considerato che l'incoraggiamento è fine sancito in Costituzione, questa situazione finisce quasi per diventare antiggiuridica. In questi termini si esprime N. PECCHIOLO, *Incoraggiamento del risparmio...*, cit., 66 ss.

⁽¹³⁵⁾ Si pensi, ad esempio, al contenuto dell'art.82 del TUF, precedente alla novella del 2016 (d.lgs. 12.8.2016, n. 176), il quale afferma(va) che tanto la Consob quanto la Banca d'Italia vigilano in maniera indistinta sulle società di gestione accentrata "al fine di assicurare la trasparenza, l'ordinata prestazione dei servizi e la tutela degli investitori", senza quindi che sia rispettato lo schema previsto per la disciplina e vigilanza degli intermediari. Attualmente, in base alla normativa vigente, la vigilanza sulle società che svolgono attività di gestione accentrata di titoli (denominati depositari centrali, autorizzati, ai sensi del regolamento (UE) n. 909/2014 (alla prestazione dei servizi di cui alla Sezione A, punti 1) e 2), dell'Allegato al medesimo regolamento e relativi servizi accessori), dalla Consob, d'intesa con la Banca d'Italia (art. 79 -*undecies* TUF) è esercitata dalla Consob, "avendo riguardo alla trasparenza, all'ordinata prestazione dei servizi svolti dai depositari centrali, all'integrità dei mercati e alla tutela degli investitori", e dalla Banca d'Italia, "avendo riguardo alla stabilità e al contenimento del rischio sistemico" (art. 82, co.1, TUF che, rinvia sul punto al co.1 dell'art. 79-*quaterdecies* del medesimo TUF).

⁽¹³⁶⁾ La terminologia adoperata è tratta da V. CERULLI IRELLI, *Corso*, cit., 466.

⁽¹³⁷⁾ Atti adottati 'sentiti' un'altra autorità sono rinvenibili, ad esempio, in tema: di poteri di temporanea sospensione delle restrizioni e di intervento in circostanze eccezionali previsti dal regolamento (UE) N. 236/2012 (relativo alle vendite allo scoperto e a taluni aspetti dei contratti derivati aventi ad oggetto la copertura del rischio di inadempimento dell'emittente) esercitati dal Ministero dell'economia e delle finanze con riferimento al debito sovrano e ai *credit default swap* su emittenti sovrani, su proposta della Banca d'Italia, sentita la Consob (art. 4-ter, co. 4, TUF); di registrazione e cancellazione dei gestori italiani di EuVECA e di EuSEF ai sensi dell'art. 14 del regolamento (UE) n. 345/2013 e dell'art. 15 del regolamento (UE) n. 346/2013, effettuata dalla Banca d'Italia, sentita la Consob (art. 4 - *quinquies*, co. 2, TUF); di definizione della disciplina regolamentare di dettaglio inerente alla vigilanza sugli ideatori di PRIIP e alle persone che forniscono consulenza sui PRIIP o vendono PRIIP, e di vigilanza sul rispetto degli obblighi discendenti dal regolamento (UE) n. 1286/2014, che è effettuata dalla Consob e dall'IVASS sentita l'altra autorità (artt. 4-*sexies*, co. 5 e 6; 4-*septies*, co.5, 4-*octies*, co.2, TUF); di definizione della disciplina regolamentare degli intermediari, che spetta alla Consob e alla Banca d'Italia, in ragione delle finalità perseguite da ciascuna, effettuare sentita l'altra autorità (art. 6, co.1 ,2, 2-*quater*, 2-*quinquies*, TUF); di interventi restrittivi o limitativi sui soggetti abilitati, che la Banca d'Italia è abilitata ad adottare sentita la Consob (art. 7, co.2, TUF); di determinazione della nozione di gruppo rilevante ai fini del

con altra autorità (indicata dalla norma) ⁽¹³⁸⁾; ovvero ancora, infine, su *proposta* di altra autorità ⁽¹³⁹⁾, rendendo pertanto non chiara l'individuazione del soggetto cui debba

rilascio alle Sim e alle Sgr dell'autorizzazione alla prestazione dei servizi d'investimento, che spetta alla Banca d'Italia definire sentita la Consob (art. 11, co.1, TUF); di fissazione dei requisiti di onorabilità dei partecipanti al capitale degli intermediari finanziari (Sim, Sgr, Sicav), che spetta al Ministro dell'economia e delle finanze stabilire con regolamento, sentite la Banca d'Italia e la Consob (art. 14, co. 1, TUF); di condizioni e casi di esercizio professionale nei confronti del pubblico di determinati servizi finanziari da parte degli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'art. 107 del TUB, che spetta alla Banca d'Italia stabilire, sentita la Consob (art. 18, co.3, TUF); di autorizzazione all'esercizio dei servizi e delle attività di investimento da parte delle SIM e di definizione della disciplina della procedura di autorizzazione relativa, che è effettuata dalla Consob sentita la Banca d'Italia, e di autorizzazione dei medesimi servizi e attività da parte delle banche autorizzate in Italia e dagli intermediari finanziari di cui all'art. 107 TUB, che è rilasciata dalla Banca d'Italia, sentita la Consob (art. 19, co.1, 3 e 4, TUF); di autorizzazione delle società di gestione del risparmio (Sgr) all'esercizio di gestione collettiva del risparmio con riferimento sia agli OICVM sia ai FIA, nonché all'esercizio dei servizi di gestione di portafogli, di consulenza in materia di investimenti e di ricezione e trasmissione di ordini, di definizione della disciplina della procedura di autorizzazione relativa, e di autorizzazione alle operazioni di fusione e scissione di Sgr, che è effettuata dalla Banca d'Italia, sentita la Consob (art.34, co.1, 3 e 4, TUF). Gli esempi potrebbero continuare.

⁽¹³⁸⁾ L'intesa tra la Banca d'Italia e la Consob è attualmente richiesta, ad esempio, in tema: di rilascio del parere in favore dell'ESMA nell'ambito del procedimento per il riconoscimento delle controparti centrali dei Paesi terzi ai sensi del regolamento (UE) n. 648/2012 (art. 79-*quinquies*, co. 4, TUF); di modalità di esercizio dei poteri di vigilanza informativa nei confronti delle controparti centrali, definite con regolamento dalla Banca d'Italia d'intesa con la Consob (art. 79-*sexies*, co.4, TUF); di regolamentazione dell'attività di gestione accentrata esercitata dai depositari centrali autorizzati ai sensi del regolamento (UE) n. 909/2014, la cui potestà è esercitata dalla Consob d'intesa con la Banca d'Italia (art. 82, co. 2 e 4, TUF); di competenze in materia di accesso (da parte dei partecipanti, emittenti e depositari centrali) ai depositari centrali stabiliti nel territorio della Repubblica, e di accesso di controparti centrali e sedi di negoziazione ai servizi di regolamento gestiti da depositari centrali, che è esercitato dalla Consob d'intesa con la Banca d'Italia (artt. 90-*bis*, co.1, 90-*ter*, co.1, TUF). Prima della loro abrogazione disposta dall'art.2 del d.lgs. 12.8.2016 n. 176, analoghe formule di co-decisione si riscontravano in materia di: istituzione e funzionamento dei sistemi finalizzati a garantire il buon fine delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari non derivati (art.68 TUF); di funzionamento del servizio di compensazione e liquidazione, nonché del servizio di liquidazione su base lorda, delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari non derivati (art.69 TUF); di istituzione e funzionamento dei sistemi finalizzati a garantire il buon fine delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati (art.70 TUF); disciplina dei casi d'inadempimento, d'ipotesi di insolvenza di mercato e nomina dei commissari liquidatori (art.72 TUF); di autorizzazione e disciplina delle società di gestione accentrata di strumenti finanziari (artt. 80 e 81 TUF). Si veda, in proposito, V. MEZZACAPPO, *L'indipendenza della Banca d'Italia*, in F. BASSI- F. MERUSI (a cura di), *Mercati e amministrazioni indipendenti*, Milano, 1993, il quale, in sede di commento del Testo Unico bancario, rilevava come “proprio considerando la più recente legislazione, si trae la sensazione che stia emergendo un nuovo criterio, parzialmente un nuovo modello, di funzionamento delle autorità indipendenti, fondato sulle necessarie “intese” che tra le stesse debbono intercorrere nell'esercizio delle potestà regolamentari previste dalla legge (...). Si attua così, in via procedimentale, una composizione dello schema policentrico dei poteri, attraverso formule di reciproco condizionamento” (57-58). Sull'istituto dell'intesa si veda, in generale, G. RIZZA, *Intese I) diritto pubblico*, in Enciclopedia Giuridica, Roma, 1989.

⁽¹³⁹⁾ Alcuni esempi di atti adottati da un'autorità di regolazione su proposta di altra autorità si rinvengono in tema: di poteri di temporanea sospensione delle restrizioni e di intervento in circostanze eccezionali relative al debito sovrano e ai credit default swap su emittenti sovrani, che sono esercitati dal Ministero dell'economia e delle finanze su proposta della Banca d'Italia (art.4-*ter*, co. 4, TUF); di sospensione del diritto di voto e di altri diritti che possono influire sull'andamento di Sim, Sgr, Sicav e Sicaf, quando ciò può pregiudicarne la sana e prudente gestione o l'effettivo esercizio della vigilanza, che spetta alla Banca d'Italia esercitare “anche su proposta della Consob” (art. 16, co.2, TUF); di scioglimento degli organi con funzione di amministrazione e di controllo delle Sim, Sgr, Sicav e Sicaf, che è effettuato dalla Banca d'Italia anche su proposta della Consob nell'ambito delle sue competenze (art. 56, co.1, TUF); di

sostanzialmente imputarsi la responsabilità dell'atto di regolazione o di controllo assunto ⁽¹⁴⁰⁾.

Queste osservazioni e il quadro che ne emerge rendono, pertanto, chiaro come il tradizionale criterio della 'finalità' usato per spiegare la ripartizione di competenze fra le autorità pubbliche, se da un lato ha il pregio della sintesi e della linearità, dall'altro pecca di eccessiva approssimazione: in quanto tale, esso può essere utilizzato come criterio ordinatore delle attribuzioni spettanti a ciascuna autorità solo, beninteso, se corretto dal ricorso ad altri criteri.

Per cercare, allora, di tracciare comunque un quadro orientativo di come siano ripartite tra le diverse autorità le competenze in materia di regolazione e vigilanza dei mercati finanziari, e fermi i rilievi prima esposti, diremo che:

a) la Consob assolve primariamente, seppur con accenti diversi a seconda dell'oggetto interessato dal suo intervento, compiti di tutela del risparmio, sub specie di tutela degli investitori, mediante la posizione di regole di trasparenza e di correttezza degli operatori sottoposti alla sua azione (gli intermediari, i gestori dei mercati e gli emittenti strumenti finanziari) nonché preordinando la valutazione delle richieste di accesso o di fuoriuscita dal mercato al soddisfacimento (ma non esclusivamente) di tale interesse, di talché le sue competenze specifiche si ritrovano in ogni ognuna delle tre parti in cui si compone il TUF;

liquidazione coatta amministrativa delle Sim, Sgr, Sicav e Sicaf, che è decretata dal Ministero dell'economia e delle finanze su proposta della Banca d'Italia o della Consob nell'ambito delle rispettive competenze (art. 57, co.1, TUF); di provvedimenti straordinari a tutela del mercato e degli investitori, che il Ministero dell'economia e delle finanze può adottare su proposta della Consob (art. 75, co.1 e 3, TUF); di scioglimento degli organi amministrativi dei depositari centrali stabiliti nel territorio della Repubblica, che è decretato dal Ministero dell'economia e delle finanze su proposta della Consob o della Banca d'Italia (art. 79-*vicies*, co. 1, TUF); di proposta al Ministro della Giustizia dei principi contabili che gli emittenti strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati anche extracomunitari possono impiegare in deroga alla vigenti disposizioni in materia per la redazione del bilancio consolidato (art. 117, co.2, TUF); di individuazione di fattispecie rilevanti ulteriori rispetto a quelle già contemplate nel medesimo articolo in materia di abusi di mercato, che spetta al Ministero dell'economia e delle finanze definire con regolamento "anche su proposta" della Consob (art. 187-*ter*, co.6, TUF); di scioglimento degli organi di gestione e di controllo dell'organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari, la cui potestà è intestata al Ministro dell'economia e delle finanze su proposta della Consob (art.190-*ter*, co.2-*bis*, TUF).

⁽¹⁴⁰⁾ Non è un caso, allora, che la stretta interdipendenza tra le diverse autorità abbia imposto un incremento di efficienza dei canali comunicativi mediante il rafforzamento degli strumenti di collaborazione come risulta in via generale dall'art.4 del TUF; così come non è altresì un caso, che l'art.5, co.5 del TUF indichi nel coordinamento tra Consob e Banca d'Italia e nello scambio reciproco di informazioni (sui provvedimenti adottati e sulle irregolarità riscontrate) il modo ordinario di operare di queste due istituzioni. Condivisibile è pertanto la proposta ricostruttiva offerta al riguardo da E. MONACI, *Collaborazione*, cit., 106-107.

b) la Banca d'Italia, per parte sua, assolve compiti che possono reputarsi in parte antifibologici, in quanto gli obiettivi a essa affidati per garantire la stabilità strutturale degli intermediari finanziari possono essere interpretati in senso strumentale sia alla tutela degli investitori (quindi, in chiave di tutela del risparmio), che alla stabilità ed efficienza del mercato finanziario (quindi, per scopi di politica economica).

La Banca d'Italia ha, così, competenza su tutto ciò che può essere pertinente alla prevenzione e alla valutazione dei profili di rischio di mercato (ad es., di controparte, di posizione, di regolamento, etc.) che sono (potenzialmente) insiti nell'attività d'intermediazione non bancaria e nelle decisioni degli operatori medesimi di carattere strutturale (acquisizioni di partecipazioni, fusioni, etc.).

Ne deriva, pertanto, che, in base al TUF, la Banca d'Italia è segnatamente competente: a) in materia di intermediari, a porre obblighi di carattere prudenziale per le Sim e le Sgr, obblighi comportamentali nei confronti anche di altri intermediari (imprese di investimento extracomunitarie, intermediari finanziari di cui all'art. 107 TUB, banche italiane ed extracomunitarie) relativamente alle modalità di deposito e sub deposito di strumenti finanziari e di denaro di pertinenza della clientela, e regole applicabili agli Oicr italiani di natura prudenziale operativa ed economico-gestionale (art. 6, co. 1, TUF); a vietare l'acquisizione di partecipazioni azionarie di intermediari (Sim, Sgr, Sicav e Sicaf) (art. 15, co.1, TUF); ad autorizzare l'esercizio di servizi e attività di investimento da parte delle banche autorizzate in Italia e degli intermediari finanziaria iscritti nell'elenco di cui all'art. 107 TUB (art. 19, co. 4, TUF); ad autorizzare l'operatività delle Sim in uno Stato extracomunitario, anche senza stabilimento di succursali e ad adottare, mediante regolamento, sentita la Consob, le norme di attuazione della normativa europea che abilita le Sim a prestare in altri Stati dell'Unione europea i servizi ammessi al mutuo riconoscimento (mediante lo stabilimento di succursali o la libera prestazione di servizi, e le condizioni e le procedure per il rilascio dell'autorizzazione alla prestazione di servizi non ammessi al mutuo riconoscimento in altri Paesi europei e servizi e attività di investimento in Paesi extracomunitari (art. 26, co.1, lett. b), e 2, TUF); a disciplinare con regolamento la riserva prevista in favore di talune società ⁽¹⁴¹⁾ di esercizio in via professionale del servizio di gestione collettiva del

⁽¹⁴¹⁾ Si tratta di SGR, Sicav, Sicaf, società di gestione UE che gestiscono OICVM italiani, GEFIA UE e GEFIA non UE che gestiscono un FIA italiano.

risparmio ⁽¹⁴²⁾; ad adottare nei loro confronti provvedimenti ingiuntivi (di cessazione delle irregolarità riscontrate) o inibitori in caso di riscontrata violazione da parte di tali società della normativa di settore a esse applicabile (artt. 51, 52, 54 TUF) b) nell'ambito della disciplina dei mercati, ad autorizzare l'esercizio dei mercati regolamentati, curandone l'iscrizione in un apposito elenco e approvando le modificazioni del relativo regolamento, nei quali siano negoziati all'ingrosso titoli obbligazionari privati e pubblici, diversi dai titoli di Stato, ovvero strumenti del mercato monetario e strumenti derivati su titoli pubblici, tassi di interesse e valute (art. 63, co.3, TUF), nonché ad esercitare funzioni di vigilanza sui mercati all'ingrosso su titolo di Stato (art.76, co.1, TUF), sui sistemi multilaterali di scambio di depositi monetari in euro e sui relativi gestori (art. 79, co.1, TUF); sulle controparti centrali e sui relativi servizi di compensazione e sui depositari centrali, avendo riguardo “alla stabilità e al contenimento del rischio sistemico” (artt. 79-quinquies, co.1, 79-sexies, co.1 e 3, 79-quaterdecies, co.1, TUF) ⁽¹⁴³⁾.

c) al Ministero dell'economia e delle finanze e al suo Ministro, infine, sono assegnate attribuzioni normative e di amministrazione attiva che si ricavano, per sottrazione, da quelle conferite alle altre due Autorità. Il TUF non menziona, peraltro, gli obiettivi che devono guidare l'attività dell'autorità ministeriale (e del suo organo apicale), di talché, le attribuzioni di cui sono titolari risultano non rispondere ad alcuna logica precisa o unitaria. Tra queste possono menzionarsi, a titolo esemplificativo, quelle intestate al

⁽¹⁴²⁾ In particolare, la Banca d'Italia adotta i provvedimenti di autorizzazione all'esercizio del predetto servizio, disciplina il relativo procedimento e autorizza le operazioni di scissione e fusione di dette società (artt. 32-ter, co.3, 33, co. 5, 34, co.1, 3 e 4, TUF); autorizza la costituzione delle Sicav e delle Sicaf (art. 35-bis, co.1, 2, TUF) e di quelle che designano per la gestione del proprio patrimonio un gestore esterno (art. 38, co. 1, TUF); autorizza l'investimento dell'OICR italiano feeder nell'OICR master al ricorrere delle condizioni stabilite dal Testo unico e a disciplinare il relativo procedimento (art. 40, co.1 e 2, TUF); autorizza la fusione o la scissione di Oicr italiani (art. 40-bis, co. 1, TUF); disciplina le condizioni e le procedure in base alle quali le Sgr possono essere autorizzate a operare in via transfrontaliera negli Stati UE e non UE (art. 41, co.2 e 3, TUF); autorizza i GEFIA non UE alla gestione di FIA italiani e FIA UE o alla commercializzazione nel territorio dell'UE dei FIA gestiti, quando l'Italia è, ai sensi della direttiva 2011/61/UE, lo Stato di riferimento e disciplina con regolamento il relativo procedimento (art. 41-*quater*, co.1 e 4, TUF); autorizza l'esercizio delle funzioni di depositario e disciplina, sentita la Consob, le condizioni per l'assunzione dell'incarico (art. 47, co. 3 e 4, TUF); dispone lo scioglimento degli organi con funzione di amministrazione e controllo e la rimozione dei relativi componenti delle Sim, delle Sgr, delle Sicav e delle Sicaf (artt. 56, co. 1, e 56-*bis*, co. 1., TUF)

⁽¹⁴³⁾ Ai sensi dell'art. 61, co.8-bis, TUF, la Banca d'Italia può opporsi ai cambiamenti negli assetti azionari delle società di gestione di mercati regolamentati all'ingrosso di titoli di Stato quando tali cambiamenti possono mettere a repentaglio la gestione sana e prudente del mercato. Per tutti gli altri tipi di mercato, competente al riguardo, ai sensi della medesima disposizione, è la Consob. L'unico settore in cui, invece, la Banca d'Italia non è titolare di particolari attribuzioni è quello degli emittenti, salvo quelli relativi alla vigilanza sulle emissioni e le offerte di valori mobiliari, in forza dell'art.129 del TUB.

Ministro relativamente alla individuazione, con regolamento, di nuove categorie di strumenti finanziari, nuovi servizi e attività di investimento e nuovi servizi accessori e dei soggetti sottoposti a forme di vigilanza prudenziale che possono esercitarli ⁽¹⁴⁴⁾; alla determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli Oicr italiani riguardo all'oggetto dell'investimento, alle categorie di investitori cui è destinata l'offerta delle quote o azioni, alla forma aperta o chiusa, alle modalità di partecipazione e alle condizioni e alle modalità con cui devono essere effettuati gli acquisti o i conferimenti di beni ⁽¹⁴⁵⁾; all'individuazione delle caratteristiche delle negoziazioni all'ingrosso di strumenti finanziari ai fini dell'applicazione del TUF ⁽¹⁴⁶⁾; all'adozione degli atti terminativi della gestione di eventuali crisi in cui versa una società di intermediazione finanziaria ⁽¹⁴⁷⁾; allo stabilimento, a seconda dei casi, dei requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo nelle società di intermediazione e nelle società di gestione di mercati regolamentati di strumenti finanziari, ovvero dei soggetti che detengono partecipazioni in tali società ⁽¹⁴⁸⁾, alla regolazione dei mercati all'ingrosso dei titoli di Stato (art. 66 TUF), che si comprendono per le evidenti connessioni con i profili di gestione del debito pubblico. Spetta invece al Ministero adottare provvedimenti straordinari a tutela del mercato in caso di gravi irregolarità nella gestione dei mercati ovvero nella amministrazione delle società di gestione e “comunque quando lo richieda la tutela degli investitori”, consistenti nello scioglimento degli organi amministrativi e di controllo della società di gestione, ancorché su proposta della Consob (art. 75, co. 1, TUF).

Le considerazioni svolte e la breve descrizione che si è fatta delle competenze attribuite alle tre Autorità di settore, da cui emerge la residualità delle competenze dell'Autorità ministeriale, le quali, più che essere espressive di un disegno razionale, sembrano piuttosto testimoniare la residua presenza di elementi di vischiosità che

⁽¹⁴⁴⁾ L'esercizio eventuale di tale potere regolamentare è funzionalizzato all'esigenza di “tenere conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie”: così testualmente l'art. 18, co. 5, TUF, che peraltro è richiamato dall'art. 1, comma 2-bis, TUF in materia di strumenti derivati.

⁽¹⁴⁵⁾ Art. 39 TUF in materia di struttura degli Oicr italiani. Il Ministro ha adottato il regolamento attuativo di tale disposizione con decreto n. 30 del 5.3.2015 (G.U. n. 65 del 19.3.2015).

⁽¹⁴⁶⁾ Art. 61, co. 10, TUF.

⁽¹⁴⁷⁾ Attraverso la revoca dell'autorizzazione e la messa in liquidazione coatta amministrativa la società: art. 57 TUF.

⁽¹⁴⁸⁾ Si veda, per esempio, per le società di gestione di mercati regolamentati, l'art. 61, co. 3 e 5, TUF; per le controparti centrali, l'art. 79-*sexies*, co. 7, TUF.

impediscono lo smantellamento (definitivo) delle ormai obsolete tracce normative del precedente regime sottoposto all'amministrazione dell'Esecutivo, nonché la limitatezza delle competenze della Banca d'Italia (principalmente) al settore degli intermediari, con esclusione quindi dell'area dei mercati (salvo l'eccezione, come detto, della vigilanza sui mercati all'ingrosso dei titoli dello Stato e dei fondi interbancari) e degli emittenti, consentono quindi di ritenere fondata la conclusione che la principale autorità pubblica di regolazione dei mercati finanziari, tanto in termini quantitativi che di latitudine di azione, sia la Consob.

La centralità della Consob, tuttavia, oltre che a riscontrarsi sul piano interno, si rinviene soprattutto in forza delle competenze che le sono riconosciute a livello internazionale, dove essa partecipa, per il tramite del suo presidente, a organizzazioni che riuniscono le diverse Autorità nazionali di regolazione dei mercati finanziari, sia europee che extra-europee, ove vengono discussi e stabiliti criteri e standard regolativi che successivamente ciascuna autorità impiegherà nell'ambito della propria attività previo il loro recepimento con atti di regolazione di carattere generale di hard o soft law, ovvero proponendo agli organi legislativi nazionali l'emanazione di appositi atti normativi formali di recepimento, oltre che a intrattenere diretti rapporti con le Istituzioni comunitarie.

Questi brevi cenni sembra che giustifichino una specifica trattazione, seppur per grandi linee, della sua organizzazione: a tale scopo è dedicato il prossimo paragrafo.

3. (Segue) La Consob come principale Autorità 'reggente' di settore

Originariamente l'istituzione della Consob ⁽¹⁴⁹⁾, come è noto, fu concepita nel più ampio contesto della miniriforma delle società per azioni realizzata con la legge n.216 del 7 giugno 1974. Questa legge, oltre che per l'innesto, nell'impianto del codice civile, della disciplina delle società per azioni quotate, costituì infatti l'occasione per tradurre sul piano istituzionale alcune proposte, inizialmente minoritarie, che erano state

⁽¹⁴⁹⁾ Sulla Consob vi è una vastissima letteratura. Per un primo approccio, oltre alla monografia di G. MINERVINI, *La Consob*, Napoli, 1990, si vedano le voci enciclopediche di C. COLTRO CAMPI, *Consob*, in *Nuovissimo Digesto Italiano*, Appendice, vol. II, 1981, 468 ss.; F. CARBONETTI, *Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB)*, in *Enciclopedia Giuridica*, Roma, 1988; F. PIGA – A.M. SEGNI, *Società e Borsa (Commissione nazionale per le)*, in *Enciclopedia del diritto*, vol. XLVII, Milano, 1990, 1130 ss.

avanzate in alcuni progetti di (diverse) commissioni ministeriali che, per circa un quindicennio (dal finire degli anni cinquanta ai primi anni settanta), avevano ravvisato la necessità di controlli pubblicistici su quelle società per azioni che decidessero di sollecitare il pubblico risparmio tramite la borsa, stante l'inerenza dell'interesse pubblico (sub-specie di tutela dei risparmiatori) all'attività di collocazione di titoli azionari ed obbligazionari svolte attraverso la borsa valori ⁽¹⁵⁰⁾.

Sorta, quindi, con specifici compiti diretti ad "assicurare una completa informazione del pubblico sui programmi, sulle realizzazioni e sulle vicende della società che consenta un consapevole investimento da parte dei risparmiatori"⁽¹⁵¹⁾, la Consob viene configurata dalla legge istitutiva, sotto il profilo strutturale, organo dotato di un'autonomia particolare seppur dipendente dal Ministero del Tesoro, di talché si è affermato che essa doveva inquadarsi "nell'ambito dell'organizzazione amministrativa dello Stato-persona e quindi ritenersi sottoposta all'indirizzo politico amministrativo del Governo"⁽¹⁵²⁾.

Come conseguenza di novelle legislative che, per l'incalzare anche della normativa secondaria comunitaria, si sono di susseguite nel corso degli anni ottanta e novanta del secolo scorso, la Consob ha visto gradatamente incrementare le proprie competenze e, contemporaneamente, ridurre al minimo il potere d'influenza che su di essa poteva esercitare il Ministero del Tesoro (ora Ministero dell'economia e delle finanze) ⁽¹⁵³⁾.

⁽¹⁵⁰⁾ In argomento, si rimanda a B. LIBONATI, *La "quarta Consob"*, in *Rivista delle società*, 1985, 433 ss., il quale ricorda come la prima commissione di studio fu istituita nel 1959 presso il Ministero per l'industria e il commercio, la cui relazione conclusiva, distinguendo nettamente le società quotate dalle altre società per azioni, "sottoponeva le prime a disciplina particolare, e prevedeva interventi di controllo che per la maggioranza dei componenti la commissione erano da affidare alla Banca d'Italia, mentre la minoranza suggeriva un organo appositamente costituito". Più in generale, sulla genesi della Consob e sui dibattiti precedenti e successivi alla sua istituzione vedi N. MARZONA, *L'amministrazione pubblica del mercato mobiliare*, Padova, 1988, 79 ss., la quale, a sua volta, ricorda come nel programma di governo del centro-sinistra approvato dalle Camere nel dicembre 1963 si rinveniva già la previsione di un organo di vigilanza sulle società per azioni da costituirsi presso la Banca d'Italia e che il medesimo orientamento espresse la commissione De Gregorio appositamente istituita nel 1964.

⁽¹⁵¹⁾ G. FERRI, *Il decreto legge 8 aprile 1975, n.95 e le modificazioni apportate con la legge di conversione*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1974, 189.

⁽¹⁵²⁾ Così V. CAIANIELLO, *Profili pubblicistici della Commissione nazionale per le Società e la Borsa*, in *Impresa, ambiente e Pubblica amministrazione*, 1974, 195, il quale conclude che "si è dunque in presenza di un'autonomia funzionale piena che, salva la potestà straordinaria di annullamento da parte del Governo, sottrae l'attività ordinaria della Commissione a qualsivoglia controllo, dando luogo alla figura peculiare di un organo che, pur se inquadrato nell'apparato organizzativo dello Stato persona, non sottostà alle regole di organizzazione degli altri organi amministrativi dello Stato, la cui attività, sia pure con formule e moduli diversi, è sempre riconducibile ai vertici della gerarchia ministeriale".

⁽¹⁵³⁾ Si pensi ai decreti presidenziali del 1975 sulla revisione e certificazione dei bilanci delle società quotate in borsa e sulla vigilanza delle borse valori; alla legge n.49 del 1977 sul mercato ristretto; alla legge 23 marzo 1983, n.77 sulla vigilanza su ogni sollecitazione del pubblico risparmio (nascita della c.d. "terza Consob"); alla legge 4 giugno 1985, n.281, attributiva della personalità giuridica di diritto pubblico;

Il distacco della Consob dalla sfera d'influenza del Tesoro ha avuto una particolare eco tra coloro che si sono occupati di questi argomenti a tal punto che, per quasi unanime convinzione degli studiosi, si è ritenuto possibile predicare della Consob la natura di amministrazione indipendente, con tutto quel che siffatta configurazione comporta.

Difatti, il combinarsi dell'attribuzione della personalità giuridica di diritto pubblico, ad opera della legge 4 giugno 1985, n.281 ⁽¹⁵⁴⁾, da un lato, e l'ampio spettro di competenze, arricchite da ultimo dal TUF, esercitate in regime di autonomia funzionale ⁽¹⁵⁵⁾, dall'altro, hanno così finito per puntellare l'opinione di chi ha ritenuto corretto inquadrare la Consob nel modello delle autorità indipendenti, sottratte all'indirizzo politico governativo ed esercenti attività 'neutrali'⁽¹⁵⁶⁾.

Per i fini che ci siamo proposti in questa sede conta tuttavia analizzare la disciplina relativa agli organi decisionali della Consob, da cui è possibile ricavare elementi sufficienti per poter affermare la centralità del ruolo e della figura del Presidente della Commissione nell'assetto organizzativo dell'autorità in oggetto.

⁽¹⁵⁴⁾ Interessante notare quali fossero state, a giudizio di M. S. GIANNINI, (*Consob*, in G.M. FLICK (a cura di), *Consob. L'istituzione e la legge penale*, Milano, 1987, 53), le implicazioni che l'attribuzione della personalità giuridica di diritto pubblico alla Consob comporta: "Se si tiene conto dell'economia generale delle regole del diritto amministrativo, la personalità giuridica è un modo per disciplinare le potestà della Consob e le imputazioni. La potestà –pubblica-di autoorganizzazione la Consob la possiede in quanto ha personalità giuridica, e non c'è bisogno di altro testo normativo che gliela conferisca. Così, per il potere d'impugnativa (...). Tali poteri di impugnativa in tanto si spiegano e rientrano nel sistema in quanto vi è una personalità giuridica retrostante, perché per principio generale gli organi dello Stato possono assumere iniziative processuali, ma unicamente a difesa dei propri interessi, mentre la Consob agisce a tutela di interessi di cui non è portatrice, essendo interessi della collettività del mercato. Importante è poi che l'aver personalità giuridica significa imputazione al soggetto di tutte le fattispecie degli atti che vengono posti in essere e dei comportamenti (...). Infine, altra cosa importante attiene al controllo degli atti della Consob: se la Consob ha personalità giuridica, il controllo sui suoi atti deve essere nominato, in quanto non si ammette il controllo generico e informale sugli atti dell'organo da parte dell'organi aventi poteri di controllo (...) se non nel caso degli enti pubblici economici".

⁽¹⁵⁵⁾ L'attributo di autonomia funzionale, la cui conseguenza sarebbe in primo luogo che "la Consob obbedisce alla legge e non ad ordini o direttive governative o parlamentari" è sottolineata da M.S. GIANNINI, *Consob*, op. ult. cit.; cui *adde* V. CAIANIELLO, *Profili pubblicistici della Commissione...*, cit., il quale, già nel vigore della sola legge n. 261 del 1974, si esprimeva in questi termini: "Nell'ambito dell'indirizzo politico-amministrativo generale del Governo, la Commissione nazionale per le società e la borsa è, ai fini dell'esercizio delle sue funzioni, del tutto libera e svincolata dall'osservanza di direttive o di limitazioni promananti dal Governo e da qualunque altro organo dell'apparato amministrativo. (...). Si è dunque in presenza di un'autonomia funzionale piena che, salva la potestà straordinaria di annullamento da parte del Governo, sottrae l'attività ordinaria della Commissione a qualsivoglia controllo (...)".

⁽¹⁵⁶⁾ Su questa opinione si svolgeranno in seguito alcuni rilievi. Per l'intanto si veda per questa tesi S. CASSESE, *La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa –Consob e i poteri indipendenti*, in Rivista delle società, 1994, 412 ss., ma ancor prima ID., *Fondamento e natura dei poteri della Consob relativi all'informazione del mercato*, in AA.VV., *Sistema finanziario e controlli: dall'impresa al mercato*, Milano, 1986, 47 ss.

Invero, nonostante il combinato disposto degli art.1, comma 6 della legge n.216/74 e art. 7 del Regolamento n. 8674 del 17 novembre 1994 (concernente l'organizzazione e il funzionamento della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa e successivamente modificato con deliberazione n. 13195 dell'11 luglio 2001) metta in rilievo che, salvo casi di urgenza previsti dalla legge, le attribuzioni e i compiti, compresa l'adozione delle deliberazioni, affidati dalla legge alla Commissione sono esercitate collegialmente, è tuttavia indiscutibile che, all'intero della organo collegiale, sia il Presidente a rivestire un ruolo di primo piano nella direzione dell'intera attività dell'organizzazione, al punto che, sotto questo profilo, non pare azzardato accostare, *mutatis mutandis*, tale figura a quella del Governatore della banca centrale quale organo di vigilanza.

Oltre a sovrintendere l'attività istruttoria e curare l'esecuzione delle deliberazioni (art.1, comma 6, l.216/74), il Presidente della Consob stabilisce, infatti, l'ordine del giorno dei temi da discutere in commissione (art. 5, co. 1, lett.c) regolamento n. 8674/94); svolge attività di direzione e vigilanza degli uffici cui spetta dare attuazione alle delibere della Commissione (art. 5, co. 1, lett.c) reg. n. 8674/94); ha poteri di proposta (in via esclusiva) in ordine alla posizione della disciplina sul procedimento e sull'accesso agli atti della Consob (artt.13 e 15 reg. n. 8674/94).

Il testé indicato regolamento sull'organizzazione e funzionamento specifica, altresì, che il presidente esercita ogni altro potere previsto dalla legge e dai regolamenti (art.5, co. 1, lett.h)).

Alcuni di questi poteri ulteriori sono disseminati nel TUF, ad esempio: in tema di sospensione degli organi amministrativi di Sim, Sgr e Sicav in casi di urgenza motivati da situazioni “di pericolo per i clienti o per i mercati” (art. 53); in tema di vigilanza sui mercati regolamentati, attraverso l'adozione, in casi di necessità e urgenza, dei provvedimenti più opportuni, anche in sostituzione della società di gestione dei mercati, al fine di assicurare la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori (art. 74, co.3-4).

Ma ciò che delle attribuzioni conferite al presidente della Consob massimamente rileva è il suo ruolo di rappresentare l'ente all'esterno. Il Presidente, infatti, ha in generale il compito di intrattenere rapporti con gli organi di governo nazionali e comunitari, con il Parlamento e con le altre istituzioni nazionali e internazionali (art.5, co. 1, lett.a) reg. n. 8674/94); e, più in particolare, di tenere informato il Ministro

dell'Economia sugli atti e sugli eventi di maggior rilievo e a trasmettergli le notizie e i dati di volta in volta richiesti (art. 1, co. 12, *sub* art. 1 l. n. 216/74).

L'evidenziazione del rilievo ricoperto dalla figura del presidente della Consob non è, si badi, fine a stessa. Occorre, infatti, considerare che se l'osservazione, di per sé corretta, secondo la quale "l'efficacia di un'attività di vigilanza è senz'altro proporzionale all'autorevolezza dell'organo che la svolge, ma l'autorevolezza non è congenita all'organo: va costruita e senza mezzi ciò non avviene"⁽¹⁵⁷⁾, ad essa va aggiunto che a prescindere dal rilievo che, in realtà, è piuttosto l'efficacia della regolazione ad assumere prioritariamente rilievo anziché l'attività di vigilanza, essendo quest'ultima consequenziale e necessariamente accessoria all'attività regolativa, l'efficacia di entrambe le attività è sì proporzionale all'autorevolezza dell'organo che la realizza, ma ad essa contribuisce fortemente anche l'autorevolezza del titolare che rappresenta l'organo e l'istituzione in questione nel suo insieme sul piano interno e a livello internazionale.

In uno mutato scenario in cui la regolazione dei mercati finanziari non è più questione ristretta all'ordinamento interno, ma è proiettata su una dimensione sovranazionale, sono, infatti, le capacità e l'autorevolezza di chi rappresenta l'ente in seno ai consessi internazionali in cui si definiscono nuovi standard e si pongono le nuove procedure regolative a rilevare in massimo grado.

L'importanza della figura del presidente, comunemente sottaciuta, dovrebbe, quindi, assumere maggior rilievo atteso che, come, d'altronde, messo in risalto da studi politologici sulle istituzioni, sussiste un rapporto biunivoco tra il modo in cui l'istituzione percepisce il proprio ruolo e il modo in cui il suo presidente interpreta il proprio mandato e le funzioni attribuitegli.

Conferma ulteriore di quanto esposto è offerta, peraltro, sul piano del diritto positivo, dalle pertinenti disposizioni del regolamento istitutivo dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) che rispettivamente disciplinano la composizione del consiglio delle autorità di vigilanza (art. 40) e pongono la clausola di 'indipendenza' in favore del presidente e dei componenti dell'organo muniti del diritto di voto.

⁽¹⁵⁷⁾M. CERA, *La riforma della borsa: solo "inutili complicazioni" e "disarmonie"?*, in *Rivista delle società*, 1985, 78.

Invero, ai sensi dell'art. 40, co. 1, del Regolamento istitutivo dell'ESMA, “il consiglio delle autorità di vigilanza è composto da: a) il presidente, senza diritto di voto; b) *il capo dell'autorità pubblica nazionale competente* per la vigilanza dei partecipanti ai mercati finanziari in ogni Stato membro, che partecipa di persona almeno due volte all'anno; c) un rappresentante della Commissione, senza diritto di voto; d) un rappresentante del CERS, senza diritto di voto; e) un rappresentante per ognuna delle altre due autorità europee di vigilanza, senza diritto di voto”. Per parte sua, l'art. 42 del medesimo regolamento stabilisce che “Nello svolgimento dei compiti che sono loro assegnati dal presente regolamento, il presidente e *i membri con diritto di voto* del consiglio delle autorità di vigilanza *agiscono in piena indipendenza e obiettività nell'interesse esclusivo dell'Unione nel suo insieme, senza chiedere né ricevere istruzioni da parte di istituzioni o organi dell'Unione, dai governi degli Stati membri o da altri soggetti pubblici o privati*. Né gli Stati membri, né le istituzioni o gli organi dell'Unione, né altri soggetti pubblici o privati cercano di influenzare i membri del consiglio delle autorità di vigilanza nello svolgimento dei loro compiti”.

Se si condivide quanto fin qui osservato, si converrà quindi che non appare affatto destituita di fondamento l'idea che nelle strategie operative che il suo presidente, in nome proprio e per conto dell'istituzione, decide di adottare, tanto in sede attuativa che in sede costitutiva delle regole possa ravvisarsi una connotazione sostanzialmente ‘politica’.

La ‘neutralità’ delle funzioni come argomento, di cui spesso si discorre, sembra perdere consistenza per giustificare l'esistenza di istituzioni che si vogliono indipendenti, anche a prescindere dalla considerazione di elementi che militano contro tale carattere.

Al di là della sua correttezza, la tesi della qualificazione ‘neutrale’ di tali funzioni oblitera senz'alto un elemento centrale per la comprensione del fenomeno di cui ci si occupa, vale a dire la possibilità, per l'Autorità di regolazione, non solo di ‘conformare’ la propria azione e quella dei terzi, in vista del raggiungimento di obiettivi che l'ordinamento attende siano realizzati, ma anche di esprimere un proprio “indirizzo” sia in sede di predisposizione delle proposte di adozione di standard tecnici e criteri regolativi, sia in occasione della partecipazione al processo regolativo europeo ⁽¹⁵⁸⁾.

⁽¹⁵⁸⁾ In questo senso pare esprimersi S. LABRIOLA, *Le autorità indipendenti (Note preliminari)*, in ID. (a cura di), *Le autorità indipendenti. Da fattori evolutivi ad elementi della transizione nel diritto pubblico italiano*, Milano, 1999, il quale in occasione della trattazione del potere normativo attribuito alle autorità indipendenti e

Il che, certo, potrebbe suscitare forti perplessità, se non altro perché non pare possa predicarsi, a ordinamento vigente, la possibilità che funzioni di “indirizzo”, lato senso politico-amministrativo, siano esercitate da organismi diversi da quelli che sono costituzionalmente titolari di tale funzione. In realtà, tali perplessità potrebbero essere fugate – e rappresenterebbero, quindi, un problema più apparente che reale – se si considera che la disciplina dei mercati finanziari è ormai a pieno titolo attratta nell'orbita dell'ordinamento europeo; ed è all'interno della struttura di quell' 'ordinamento composito' ⁽¹⁵⁹⁾ che occorre, quindi, trovare le risposte agli interrogativi posti.

Degli argomenti succintamente affrontati ricaviamo, così, quegli aspetti che più ci appaiono significativi in ordine al tentativo qualificatorio delle Autorità preposte alla cura del settore dei mercati finanziari.

In prima approssimazione, si può allora rilevare in primo luogo che, differentemente da altri settori, l'amministrazione pubblica dei mercati finanziari non è affatto affidata, in via esclusiva, ad organismi ascritti comunemente al novero delle autorità indipendenti, quali la Banca d'Italia e la Consob.

E' sufficiente evidenziare al riguardo – e ne daremo conto in prosieguo-, che pure da una superficiale analisi del dato positivo può apprendersi della consistente porzione di poteri che la legge ancora riserva al Ministero dell'economia e delle finanze su aspetti rilevanti della disciplina dei mercati finanziari, (si pensi, per esempio, tra gli altri, alla struttura dei fondi comuni d'investimento, disciplinata, ai sensi dell'art.37 del TUF., da apposito regolamento del Ministero).

L'assetto delle autorità preposte alla regolazione del settore è, quindi, un assetto composito, multipolare, poliarchico, nel senso cioè che diversi momenti della regolazione richiedono l'intervento dei tre principali soggetti che sovrintendono

analizzando criticamente il pensiero di L. Torchia afferma: “Le autorità darebbero vita ad una “regolazione condizionale”, ossia individuerebbero le regole dei rapporti intersoggettivi e ne tutelerebbero l'effettiva attuazione, in un mutato sistema della “costituzione economica” in cui la “disciplina pubblica non è più volta a conformare l'attività privata, bensì a dettare regole e le condizioni generali del suo svolgimento”: il che, né più né meno, è quella che si definisce attività politica”(nt. 49 pag.15). Per la tesi dominante e contraria, invece, la letteratura è sterminata. A titolo indicativo si veda V. CAIANIELLO, *Le autorità indipendenti tra potere politico e società civile*, in Foro amministrativo, 1997, n.1, 341 ss.: “quelli che sono stati definiti come “compiti di indirizzo o di amministrazione” non possono essere considerati come funzioni che comunque implicino scelte *lato sensu* politiche, né discrezionali nel senso di ponderazione di interessi, bensì soltanto come discrezionalità tecnica” (367).

⁽¹⁵⁹⁾ Per usare la terminologia impiegata da G. DELLA CANANEA, *L'Unione Europea. L'ordinamento composito*, Roma-Bari, 2003.

all'ordinato funzionamento del mercato finanziario e che, in tal modo, concorrano, ciascuno in funzione dell'ambito di competenza affidatole in via primaria dalla legge, alla definizione degli atti normativi o dei provvedimenti amministrativi (si pensi, ad esempio, ai provvedimenti di scioglimento degli organi di amministrazione e di controllo delle Sim, delle Sicav o delle Sgr, ex art.56 del TUF) la cui responsabilità dell'adozione e del controllo della loro attuazione è rimessa loro dalla legge ⁽¹⁶⁰⁾.

Sotto altro profilo, va osservato che l'affermata indipendenza della Consob e della Banca d'Italia, e quindi la loro riconducibilità al novero delle Autorità indipendenti, se si ha esclusivo riguardo alla prospettiva dell'ordinamento nazionale, pecca per eccesso, atteso che non tiene nel giusto conto il complesso di relazioni che avvince i soggetti istituzionali sopra indicati, che, con diverso accento, concorrono alla definizione, sul piano della regolazione, dell'assetto dei mercati finanziari. Pertanto, per quanto dotate di indipendenza funzionale e per ampi aspetti anche strutturale, non può dirsi che le suddette Autorità siano del tutto svincolate dall'influenza dell'indirizzo politico esercitato da organi che, in maniera diretta o mediata, sono espressione del principio democratico.

Il che vale quanto dire, in definitiva, che è la prospettiva da cui si muove e si osservano i fenomeni a condizionare l'analisi. Continuando ad assumere la prospettiva interna, è certo infatti che la tesi che vuole che questi organismi non soggiacciano all'indirizzo politico-amministrativo dell'Esecutivo, bensì al solo indirizzo politico espresso dal Legislatore nel momento stesso in cui definisce gli obiettivi, strumentali e finali, a essi assegnati (e alla cui realizzazione la loro attività deve tendere) non potrà ragionevolmente che continuare a essere sostenuta, poiché, diversamente, si dovrebbe concludere che tali Autorità si pongono in frontale contrasto con la Costituzione formale vigente.

Al contrario, l'assunzione della prospettiva europea e l'analisi degli aspetti organizzativi del composito quadro delle Autorità di vigilanza europee, tendente

⁽¹⁶⁰⁾ Seppur sotto un diverso angolo visuale, coglie efficacemente il punto di "snodo" della intera vicenda dell'indipendenza della autorità indipendenti A. ANDREANI, *Crisi e metamorfosi del potere esecutivo*, Padova, 1999, il quale, nell'inquadrare tali organismi atipici nel contesto di un "potere esecutivo condiviso tra diversi soggetti e non gerarchicamente ordinato" (122), conclude affermando che "se non si vuole cadere in ragionamenti circolari ed in petizioni di principio la indipendenza delle Autorità si può affermare con contenuti (ipoteticamente) derogatori ai poteri di indirizzo politico del Governo solo nei limiti e nelle fattispecie ove sia questione di interessi prevalenti garantiti da principi comunitari cogenti ed inderogabili (...). In altre parole, non un'etichetta da apporre ai singoli organismi, ma una guarentigia di efficacia nel perseguire obiettivi ed interessi vincolati dalla prevalente disciplina comunitaria" (126).

oramai all'integrazione unificante, aiuta invece comprendere la portata effettiva del fenomeno e a giungere a esiti interpretativi e qualificatori diversi da quelli sopra evidenziati. In altri e sintetici termini, potrà parlarsi di indipendenza delle Autorità nazionali di regolazione del settore qui preso in considerazione solo se si assume che tali organismi fanno ormai parte integrante dell'ordinamento europeo e perseguono un interesse pubblico "europeo"

Sulla base di queste premesse, passiamo ora a trattare dell'impianto organizzativo europeo di *governance* dei mercati finanziari.

4. L'assetto organizzativo europeo. Il *rule making process* europeo nel Rapporto Lamfalussy

Se sul piano interno, come si è visto per l'ordinamento italiano, l'azione delle autorità pubbliche si manifesta tanto attraverso la posizione di regole, quanto mediante lo svolgimento di attività di vigilanza, a livello europeo l'intervento dei soggetti pubblici nell'area dei mercati finanziari si attesta massimamente sotto il versante della produzione normativa.

L'obiettivo della creazione di un mercato unico dei servizi e degli strumenti finanziari, seppur non espressamente enunciato nel Trattato UE, è stato comunque perseguito dalla Comunità, in assenza di un chiaro enunciato normativo, sulla base delle disposizioni dedicate alla libera circolazione dei servizi (ex art.49 Tr. CE) e dei capitali (ex art.56 Tr. CE).

Infatti, proprio ponendo a fondamento queste norme che la Comunità ha potuto legittimamente perseguire, nel corso degli anni, l'obiettivo di rimuovere gli ostacoli che si frapponevano a un'integrazione tra i diversi mercati finanziari nazionali, i quali, tradizionalmente, sono sempre stati attratti nell'orbita della sovranità nazionale per le evidenti connessioni che le operazioni ivi svolte hanno con gli interessi di politica economica di ciascuno Stato membro.

Come è noto, con la presentazione da parte della Commissione europea nel 1985 del "Libro bianco sul completamento del mercato interno", si sono poste le basi per la creazione, sul piano sostanziale, delle condizioni perché si realizzasse un mercato europeo dei servizi finanziari fortemente integrato, e fin da allora si prefigurò, sotto il

profilo istituzionale, un assetto composito di autorità pubbliche operante a livello europeo a cui attribuire molteplici funzioni di regolazione.

Questa ambizione oggi non risulta abbandonata, ma rinviene nuova linfa nel “Libro Verde “Costruire una Unione dei Mercati dei Capitali” su cui la Commissione europea ha avviato il 18 febbraio 2015 una consultazione pubblica con l’obiettivo di raccogliere indicazioni dagli stakeholders sulle misure più idonee per realizzare tale obiettivo ⁽¹⁶¹⁾.

Ciò nonostante, l’abdicazione da parte degli Stati membri alla propria sovranità nel settore dei mercati finanziari è avvenuta, nel corso degli anni, molto gradatamente; anzi, le resistenze opposte dagli Stati nazionali ad una completa rinuncia della propria sovranità in questo settore sono state e continuano a essere maggiori di quelle che hanno accompagnato la perdita di sovranità sulla politica monetaria e sulla politica valutaria, stante probabilmente le maggiori implicazioni che tale rinuncia comporta sul piano del controllo dei processi economici e industriali nazionali ⁽¹⁶²⁾.

Le resistenze cui si è fatto cenno trovano, d’altronde, conferma, da un lato, nella nuova conformazione del processo europeo di produzione normativa, conseguente, tra l’altro, alla decisiva accelerazione verso la creazione di un mercato unico dei mercati finanziari impressa dalla Commissione europea con il proprio Piano di Azione (*Financial Services Action Plan*) adottato nel maggio del 1999, ⁽¹⁶³⁾; dall’altro che, a distanza di oltre 15 anni dall’adozione di quest’ultimo, la Commissione europea ha

⁽¹⁶¹⁾ Il Libro verde individua cinque aree di intervento prioritario: a) revisione della disciplina sul prospetto informativo; b) ampliamento della base degli investitori per piccole e medie imprese (PMI); c) favorire un mercato sostenibile delle cartolarizzazioni; d) promozione di investimenti a lungo termine, sviluppando ulteriormente il quadro europeo sui nuovi fondi di investimento europeo a lungo termine (ELTIF); e) sviluppo di un mercato europeo del *private placement*. Sul piano dei principi fondamentali a cui si ispirerebbe l’Unione dei Mercati dei Capitali, essi sono indicati nella: a) massimizzazione dei vantaggi che i mercati dei capitali possono apportare all’economia reale; b) creazione di un mercato unico dei capitali per tutti i 28 Stati membri; c) creazione di un sistema unico di regole sui servizi finanziari nell’area europea, applicato in maniera effettiva e coerente; d) incentivazione e nel rafforzamento della competitività internazionale dell’Ue.

⁽¹⁶²⁾ Può essere un’osservazione discutibile, ma è innegabile che iniziative volte all’integrazione e successivamente alla creazione di un unico mercato producono effetti rilevanti sul piano interno, sia sotto il profilo dell’allocazione del risparmio disponibile, che sotto il versante della politica industriale (ad es., le fusioni societarie da cui è scaturito il fenomeno dei c.d. agglomerati finanziari ne è una chiara riprova).

⁽¹⁶³⁾ Il citato Action Plan non è altro che una *road map* fondata su un programma di 42 misure d’intervento per lo sviluppo e l’implementazione di un mercato unico dei servizi finanziari il cui termine di ultimazione è previsto per il 2005, almeno stando alle dichiarazioni pronunciate dai Capi di Stato e di Governo durante il Consiglio europeo di Barcellona del marzo 2002. L’impostazione di fondo di questo *blueprint* della Commissione ruota intorno a questi principi-guida: a) eliminare le barriere giuridiche che ostacolano l’integrazione dei mercati; b) garantire condizioni di pari opportunità a tutti gli operatori; c) rafforzare la concorrenza a beneficio degli investitori e delle imprese. Si veda, per ulteriori dettagli, EUROPEAN COMMISSION, *Report by the Economic and Financial Committee (EFC) on EU financial integration*, Economic Papers, n.171, Bruxelles, maggio 2002.

avvertito come necessario presentare un nuovo Piano di Azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali ⁽¹⁶⁴⁾.

Il processo che ha condotto a un nuovo assetto del processo decisionale europeo in materia di mercati finanziari prese infatti le mosse da un'iniziativa del Consiglio ECOFIN, del 17 luglio 2000, di istituire un Comitato di Saggi (il Comitato Lamfalussy, dal nome del suo presidente) con l'incarico di valutare approfonditamente le problematiche connesse all'implementazione di un mercato unico degli strumenti finanziari: nel novembre del 2000, il Comitato in parola presenta un Rapporto, il c.d. Rapporto Lamfalussy, il cui contenuto viene recepito dal Consiglio di Stoccolma del marzo 2001 e tradotto, per quel che concerne gli aspetti di comitologia, con le Decisioni della Commissione 2001/527/CE e 2001/528/CE del 6 giugno 2001⁽¹⁶⁵⁾ istitutive rispettivamente del Comitato delle Autorità europee di regolamentazione valori mobiliari (CAERVM) e del Comitato europeo dei valori mobiliari (CEVM).

I principali problemi che il Comitato è chiamato a risolvere sono legati essenzialmente all'esigenza di congegnare dei meccanismi che, da un lato, contenessero la frammentarietà dell'attività regolatoria suddivisa, come noto, tra le autorità nazionali e le autorità comunitarie, e, dall'altro, semplificassero il farraginoso e complesso *rule-making process* europeo, dimostratosi inadeguato, anche per il sovente ricorso alla posizione di veti incrociati tra Parlamento e Consiglio a far fronte, con solerzia, ai sempre nuovi bisogni di regolazione che emergono dall'evoluzione dei mercati finanziari.

Il Rapporto Lamfalussy presenta, pertanto, un'accurata diagnosi di quali sono i problemi che incontra il processo di produzione normativa europea in materia di mercati finanziari e cerca di porvi rimedio mediante la proposizione di alcune proposte di particolare pregio.

Sotto il primo profilo, la frammentazione delle competenze regolatorie tra Comunità e Stati nazionali viene vista come assolutamente inconciliabile all'interno di un progetto di medio periodo di creazione di un unico mercato dei servizi e degli strumenti finanziari. La strategia tradizionalmente perseguita della progressiva armonizzazione c.d. *de minimis* delle diverse legislazioni nazionali, mediante l'uso dello

⁽¹⁶⁴⁾ Si tratta della Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale europeo, al Comitato delle Regioni COM (2015) 468 final del 30.9.2015.

⁽¹⁶⁵⁾ Entrambe in G.U.C.E. L191/43 del 13 luglio 2001.

strumento delle direttiva, nonché l'affermazione del principio del c.d. *home country control* come mezzo per rendere effettiva la neutralità competitiva nell'attività di vigilanza, viene, infatti, reputata insufficiente per raggiungere l'obiettivo del mercato unico, atteso che lascia permanere comunque in capo alle autorità nazionali margini di manovra che non avrebbero altro effetto che perpetuare le asimmetrie regolative che, al contrario, si vorrebbe eliminare.

Sotto il secondo aspetto, il Rapporto indica, da un lato, l'insufficiente capacità del processo decisionale europeo, incentrato sulla procedura co-decisionale tra Parlamento europeo e Consiglio ai sensi dell'art.251 Tr. CE, di realizzare, in breve tempo, quegli aggiustamenti regolativi che si rendessero necessari a seguito della verifica dell'incoerenza, con gli scopi della regolazione, degli effetti prodotti dalla prima attuazione delle direttive; dall'altro, la mancanza di sostanziale trasparenza del processo di produzione normativa, in quanto non chiari risulterebbero i meccanismi partecipativi o di consultazione dei soggetti destinatari (diretti: le imprese; indiretti: i consumatori) dell'attività regolatoria.

L'analisi compiuta dal Rapporto Lamfalussy si muove, quindi, lungo queste due direttrici (la frammentarietà e la lentezza del processo normativo) e tenta di proporre soluzioni che, ad un tempo, eliminino la frammentarietà denunciata e, all'altro, semplifichino il processo decisionale.

Per realizzare questi obiettivi, il Rapporto Lamfalussy ritiene che il piano su cui occorre apportare sostanziali modifiche sia quello del processo regolativo. Propone, quindi, di articolare la procedura di produzione normativa su quattro distinti livelli. Il I livello attiene alla posizione della legislazione primaria c.d. *broad-brush*, volta cioè alla determinazione dei principi generali della regolazione, e alla fissazione dei limiti e delle condizioni dei poteri di implementazione di tali principi (da esercitarsi mediante direttive o regolamenti). La competenza in materia, secondo il Rapporto, rimarrebbe in capo al Parlamento e al Consiglio, che continuerebbero ad utilizzare la procedura co-decisionale delineata dall'art.251 Tr. Ce. Al II livello si porrebbe, invece, l'attività regolativa secondaria, consistente nella posizione di regole (definite 'tecniche') attuative e integrative della legislazione primaria di cui sarebbe competente la Commissione, con il contributo di due nuovi organismi: il Comitato europeo per i

valori mobiliari (CEVM) ⁽¹⁶⁶⁾ e il Comitato delle Autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (CAERVVM) ⁽¹⁶⁷⁾. Il III livello, di competenza esclusiva del CAERVVM, riguarderebbe, invece, il rafforzamento della cooperazione tra le diverse autorità nazionali di regolazione al fine di offrire un'omogenea applicazione, sull'intera area comunitaria, della normazione posta ai livelli precedenti. Infine, il IV livello, che consisterebbe nell'ampliamento dell'attività di vigilanza della Commissione sull'esatta e uniforme applicazione delle norme comunitarie negli ordinamenti nazionali.

Occorre ora, una volta delineato il quadro generale, specificare più analiticamente i ruoli e le competenze dei diversi soggetti che partecipano, su diversi livelli, alla funzione regolativa comunitaria che, come detto, è attualmente diritto vigente.

Per ciò che concerne più propriamente la prima fase del processo decisionale, il Rapporto, come detto, affida al Parlamento europeo e al Consiglio, su proposta della Commissione ⁽¹⁶⁸⁾, principalmente la definizione dei principi generali della disciplina che devono orientare e vincolare, in quanto espressione di scelte politiche fondamentali, l'applicazione delle direttive e dei regolamenti adottati in materia di mercati finanziari.

Sul punto è necessario svolgere alcune considerazioni. In primo luogo, l'attribuzione agli organi legislativi comunitari della competenza a definire i principi generali, è significativa del fatto che la fissazione dell'indirizzo politico che s'intende realizzare nel settore in esame spetta ora alla Comunità, e non più ai singoli Stati nazionali.

La scelta di affidare alla procedura co-decisionale la definizione dei principi fondamentali rende, infatti, evidente l'intento di sottrarre dal dominio esclusivo degli

⁽¹⁶⁶⁾ Ai sensi della Decisione 2001/528/CE, il CEVM è organo consultivo, composto da rappresentanti degli Esecutivi nazionali ma presieduto da un membro della Commissione, chiamato ad agire come organismo di riflessione, dibattito e consulenza nei confronti della Commissione nel settore dei valori mobiliari (9° Considerando) che può assumere funzioni di regolamentazione per assistere la Commissione quando adotta decisioni nell'esercizio della competenza di esecuzione conferitale a norma dell'art.202 Tr. CE (11° Considerando).

⁽¹⁶⁷⁾ In base alla Decisione 2001/527/CE, il CAERVVM è chiamato ad agire come organismo indipendente di riflessione, dibattito e consulenza nei confronti della Commissione nel settore dei valori mobiliari (8° Considerando); è inoltre chiamato a dare il suo contributo all'applicazione coerente e tempestiva della normativa comunitaria negli Stati membri, garantendo una cooperazione più efficace tra le autorità nazionali di vigilanza, effettuando verifiche *inter pares* e promuovendo le migliori prassi (9° Considerando). Deve, altresì, procedere in maniera aperta e trasparente ad ampie consultazioni (nelle fasi iniziali della sua riflessione) con gli operatori di mercato, consumatori, utenti finali (11° Considerando).

⁽¹⁶⁸⁾ E' interessante notare come prima della presentazione della proposta al Consiglio e al Parlamento, la Commissione debba necessariamente intraprendere iniziative di consultazione con i soggetti privati interessati (imprese, intermediari finanziari, investitori).

Esecutivi degli Stati nazionali la determinazione degli obiettivi generali dell'azione comunitaria in campi *sensibles*, e di rendere maggiormente democratiche le decisioni di 'sistema' assunte conferendo un ruolo fondamentale al Parlamento. Al tempo stesso, tale scelta produce i suoi effetti anche sul piano dei singoli Stati nazionali decretando la fine della loro sovranità nell'ambito della materia di cui si discorre. Non può, infatti, non cogliersi l'implicazione di sistema che il Rapporto Lamfalussy, già sotto questo profilo, ha determinato sul piano dei rapporti Unione europea-Stati membri. Se può dirsi che già in passato il diluvio di direttive di armonizzazione, in uno con l'affermazione del principio del mercato concorrenziale, aveva procurato l'effetto di depauperare sostanzialmente gli Stati nazionali della possibilità di intervenire sulla disciplina dei mercati finanziari, ciò tuttavia non aveva impedito loro di promuovere, anche sul piano dei principi generali, autonome iniziative. La decisione di 'sistema' adottata dal Rapporto Lamfalussy e recepita dall'ordinamento europeo, non lasciando adito a dubbi sul fatto che la materia sia stata attratta nella sfera di competenza esclusiva della Unione europea, sgombra definitivamente il campo dalla possibilità per gli Stati nazionali di formulare in proposito un proprio indirizzo politico, concorrente con quello europeo ⁽¹⁶⁹⁾.

Il momento di definizione dell'indirizzo politico avviene, quindi, in seno alla Unione europea la quale, attraverso la procedura di I livello, come luogo di mediazione degli interessi nazionali e di quelli comunitari, diviene l'unico soggetto cui spetterà fissare gli interessi pubblici (dell'Unione) alla cui cura e soddisfacimento dovrà essere orientata l'azione delle Autorità di regolazione.

Se si accoglie quest'impostazione, si converrà, allora, che l'ulteriore implicazione degna di essere segnalata, questa volta però su vicende squisitamente di diritto nazionale, è che viene del tutto depotenziata, nel suo nucleo fondamentale, la questione se le amministrazioni indipendenti con compiti di regolazione nel settore dei mercati finanziari siano più o meno sottratte all'indirizzo politico del Governo. E' del tutto chiaro che, una volta predicata la sottrazione agli stessi Esecutivi nazionali della possibilità di formulare, in materia, autonomi (rispetto a quelli dell'Unione) indirizzi

⁽¹⁶⁹⁾ Affermare che si è in presenza di una competenza esclusiva richiederebbe maggiori specificazioni, che non è possibile in questa sede offrire. Tuttavia, se si fa leva sull'art.5 Tr. CE e si considera la pertinenza della materia in esame al blocco di competenze che ruotano intorno alle quattro libertà fondamentali, è probabile, allora, che detta conclusione, con tali addentellati nel Trattato CE, possa ritenersi ragionevole. Vedi, comunque, sul punto, per tutti, G. GAJA, *Introduzione al diritto comunitario*, Roma- Bari, 1999, 83-94.

politici, viene altresì meno la problematica enunciata, residuando al più la questione di come si configuri il rapporto tra amministrazioni nazionali c.d. indipendenti e le istituzioni e gli organismi europei.

Per tentare di risolvere la questione accennata da ultimo, occorre, allora, vedere quale collocazione, quale ruolo viene riservato alle Autorità nazionali di regolazione nell'ambito del *rule-making process* europeo, come costruito dal Rapporto Lamfalussy.

Per far ciò, occorre quindi procedere ad analizzare con particolare attenzione come viene concepito strutturalmente il II livello di produzione normativa.

5. Il ruolo della Commissione europea e della 'comitologia' nel processo regolativo in materia di mercati finanziari.

Si è detto, nel corso dell'esposizione generale, che il II livello compete alla Commissione e ad altri due nuovi organismi, il Comitato delle Autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (CAERVM) e il Comitato europeo per i valori mobiliari (CEVM), appositamente creati per la determinazione della normativa secondaria di natura 'tecnica'.

Ora, però, occorre integrare quanto sopra annotato con ulteriori svolgimenti tesi a chiarire meglio la fonte della potestà normativa della Commissione, l'oggetto e l'articolazione del processo normativo di II livello.

Riguardo al primo profilo, il Rapporto in esame è inequivoco nello stabilire che il Parlamento europeo e il Consiglio, nell'atto di stabilire le scelte politiche fondamentali, debbano, in seno alla direttiva o al regolamento essi intendono adottare, "specificare chiaramente la natura e la misura degli strumenti tecnici d'implementazione che dovranno essere assunti al II livello e i limiti entro cui le relative previsioni possano essere corrette e aggiornate a quel livello senza richiedere un mutamento della legislazione quadro" ⁽¹⁷⁰⁾.

Ne discende, pertanto, che la fonte del potere normativo della Commissione risulta risiedere, in definitiva, nell'atto (direttiva o regolamento) con cui vengono definite le linee portanti della regolazione; il quale, tra l'altro, non limitandosi solo a quegli aspetti,

⁽¹⁷⁰⁾ *Final Report of The Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, Brussels, 15 febbraio 2001, 23.

contiene un'indicazione dettagliata dei principi e dei criteri direttivi cui la Commissione deve scrupolosamente attenersi nell'esercizio delle competenze normative secondarie a essa affidate ⁽¹⁷¹⁾. Detto ciò, è, tuttavia, il modo in cui si articola l'esercizio della summenzionata potestà a rivestire un particolare rilievo nell'ottica del processo regolativo europeo.

Come accennato, la Commissione è affiancata in questo compito da due comitati, il CAERVM, rappresentativo delle Autorità nazionali di regolazione, che svolge segnatamente attività consultiva a favore della Commissione, e il CEVM, espressione invece degli Esecutivi nazionali, che è dotato primariamente di funzioni regolatorie: l'apporto di entrambi i comitati è determinante ai fini della riuscita del prodotto normativo esecutivo di cui si discorre.

Il processo di produzione normativa di II livello disegnato dal Comitato Lamfalussy si svolge, comunque, al suo interno su più piani. In primo luogo, la Commissione, previa determinazione da parte della normativa di I livello delle materie su cui dovrà dirigersi la normativa esecutiva, e dopo aver consultato il CEVM, incarica il CAERVM di operare in merito alla definizione degli aspetti tecnici dell'oggetto sottopostogli, determinando, al contempo, i termini entro cui tale prima fase deve concludersi con l'emissione di un parere.

Una volta che il CAERVM abbia trasmesso il parere (che non assume alcun particolare significato sotto il profilo giuridico, in quanto la Commissione deve solo attestare genericamente di averne tenuto conto), la Commissione provvede a formulare una bozza di misure di esecuzione da sottoporre al CEVM. Il giudizio del CEVM sulla proposta della Commissione è decisivo per la conclusione del procedimento in esame.

Invero, qualora il CEVM respinga la proposta (o non si pronunci in merito), la Commissione deve necessariamente rivolgersi al Consiglio, il quale, a sua volta, può decidere di non accogliere la proposta. In tal caso, si innesterebbe sulla procedura iniziale un procedimento di secondo grado (previsto dall'art.5 della normativa quadro in tema di comitologia contenuto nella Decisione del Consiglio 99/468/CE del 28 giugno 1999) ⁽¹⁷²⁾.

⁽¹⁷¹⁾ Va tenuto presente che la possibilità di delegare poteri normativi di esecuzione alla Commissione da parte del Consiglio era offerta dall'art.202 Tr. CE, anche per quegli atti per la cui adozione era richiesta la procedura di cui all'art.251 Tr. CE.

⁽¹⁷²⁾ In G.U.C.E. L184/99 del 17 luglio 1999. Come è noto, le procedure comitologiche di cui si fa menzione nella decisione in parola sono principalmente quattro: consultiva, di gestione, di regolamentazione, di salvaguardia. Quella di maggior rilievo è senz'altro la procedura di

Secondo questa procedura di secondo grado, la Commissione può scegliere di: a) emendare la propria proposta e ripresentarla al Consiglio; b) ripresentare al Consiglio la proposta originaria; c) riformulare una nuova proposta da sottoporre al Parlamento e al Consiglio seguendo il procedimento di cui all'art.251 Tr. CE. Qualora la Commissione decidesse per i casi a) e b), una nuova rielezione (o mancata pronuncia) da parte del Consiglio non osterebbe all'adozione dell'atto.

La complessa procedura testé descritta, tuttavia, pur non menzionando in alcun passaggio l'intervento di soggetti esterni al binomio Commissione-Consiglio, non si sottrae a forme più o meno penetranti di controllo da parte del Parlamento europeo ⁽¹⁷³⁾.

Grava, infatti, sulla Commissione e sugli altri due Comitati l'obbligo di tenere costantemente informato, con specifico riguardo alle proposte formulate di normazione secondaria, il Parlamento europeo di tutte le iniziative in corso. Ciò al fine (dichiarato) da un lato, di garantire un elevato grado di trasparenza e di controllo democratico sullo svolgimento della procedura in questione e, più in generale, sull'operato di questi organismi, espressione di apparati burocratici, sovente inclini a opacizzare i propri meccanismi decisionali; dall'altro, di consentire al Parlamento europeo di verificare che le proposte formulate rispettino i criteri fissati per l'esercizio dei poteri esecutivi la normativa primaria ⁽¹⁷⁴⁾.

regolamentazione che si adotta nell'ipotesi in cui si debba dare attuazione alle disposizioni fondamentali contenute in un atto normativo, o quando di un atto normativo debbano sottoporsi a revisione alcune disposizioni di dettaglio. Non a caso, questa procedura ha suscitato in passato molte critiche, soprattutto sotto il profilo del deficit democratico e della trasparenza, e ha quindi reso necessaria la modifica dell'originaria disciplina comitologica, poi sfociata nella decisione del 1999. Il tratto saliente della nuova disciplina è che ora il Parlamento può formulare e trasmettere al Consiglio e alla Commissione un parere (richiamo) qualora, a suo giudizio, le norme tecniche adottate da un dato comitato eccedano le sue competenze di esecuzione. Tra le trattazioni generali, sul tema della comitologia europea si rinvia a M. P. CHITI, *Diritto amministrativo europeo*, Milano, 2000 e, da ultimo, a G. DELLA CANANEA, *L'Unione europea*, cit.; mentre per specifici contributi, si veda A. PRETO, *La nuova comitologia: prime note alla decisione 1999/468/CE del Consiglio del 28 giugno 1999 recante modalità per l'esercizio delle competenze di esecuzione conferite alla Commissione*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico comunitario*, 1999, 1507 ss.; K. LENAERTS – A. VERHOEVEN, *Towards a Legal Framework for Executive Rule-Making in the EU? The Contribution of the New Comitology Decision*, in *Common Market Law Review*, 2000, spec. 645 ss.;

⁽¹⁷³⁾ Il c.d. controllo diffuso dei soggetti (privati) destinatari dell'attività regolatoria si arresta alle soglie del procedimento descritto, quando cioè il CAERVM indice delle consultazioni per la preparazione del parere da sottoporre alla Commissione, e ivi si esaurisce.

⁽¹⁷⁴⁾ A quest'ultimo proposito, oltre che sulla scorta della citata decisione 99/468/CE, il Parlamento europeo può, sulla base di una propria risoluzione del 14 marzo 2001, formulare pareri nel corso della procedura di regolamentazione qualora ravvisi gli estremi di un comportamento *ultra-vires* del comitato incaricato dell'adozione delle misure di esecuzione. Nel qual caso il Parlamento può chiedere alla Commissione di riesaminare la propria proposta alla luce dei rilievi da essa sollevati e la Commissione è tenuta a farlo.

Il quadro descritto finora ci permette, a questo punto, di proporre alcune riflessioni.

La prima, di carattere generale, è nel senso che stando all'architettura del II livello del processo decisionale, le impressioni che avevamo ricavato in punto di analisi della struttura di I livello risultano confermate anche in questa sede. Preme, infatti, rilevare, prescindendo dal ruolo rivestito dal Parlamento europeo in questa fase decisionale, certamente importante quanto meno sotto il profilo del recupero di istanze di democraticità che sono spesso disattese nell'ambito delle decisioni comunitarie, come anche il momento esecutivo dell'indirizzo "politico-amministrativo" europeo sia caratterizzato dalla decisiva presenza degli Esecutivi nazionali, seppur controbilanciato da quello dell'Esecutivo europeo, la Commissione.

Tale scelta, più che a ragioni di intrinseca razionalità, pare allora, ancora una volta, rispondere piuttosto ad una logica compromissoria tra i diversi interessi di cui sono portatori i vari soggetti coinvolti (istituzioni comunitarie, governi nazionali, autorità di regolazione) e tra due opzioni radicali: la creazione di un'unica autorità europea di regolazione (dei mercati finanziari), da una parte; l'attribuzione di nuovi margini di manovra agli Stati membri, dall'altra.

Se in occasione dell'analisi del I livello del processo regolativo europeo avevamo concluso nel senso che si potesse affermare la competenza esclusiva comunitaria in ordine alla fissazione dell'indirizzo politico in materia, in questa sede si può ben dire, allora, che quella conclusione era corretta, atteso che le attribuzioni assegnate al Comitato composto dai rappresentanti degli Esecutivi nazionali nella fase di attuazione della legislazione di principio, sembrano significare che lo scopo precipuo della loro previsione sia stato, appunto, quello di 'neutralizzare' *ex ante* ogni possibile tentativo degli Stati membri di dissimulare, attraverso una divergente applicazione dei principi generali, una riappropriazione di margini per poter fissare un proprio autonomo indirizzo politico.

Sotto altro profilo, merita, altresì, di essere sottolineato il ruolo sostanzialmente ancillare che, nell'ambito del II livello, spetta al Comitato che riunisce i presidenti delle amministrazioni nazionali (c.d. indipendenti) di regolazione. Come si sarà notato, le competenze di quest'organismo si esauriscono, di fatto, nel prestare attività di consulenza a favore della Commissione per la sua attività di implementazione della normazione di I livello, senza alcuna possibilità, quindi, di poter incidere in altro modo sul processo di produzione della normazione secondaria.

Questo, almeno, sotto il profilo formale. Come si è sottolineato in altra occasione, a volte occorre far scivolare l'indagine anche oltre il piano del dato formale, non già per ricavarne delle apodittiche conclusioni, bensì per evidenziare come, in talune occasioni, pur di fronte ad enunciati normativi scabri o apparentemente poco significativi, si possano trarre, da tali enunciati, utili indicazioni per la comprensione del reale assetto delle relazioni che intercorrono tra i diversi organismi che nel caso in esame vengono in rilievo. Il Comitato che riunisce le autorità nazionali di regolazione, infatti, a dispetto del dato positivo (che in quest'evenienza sembra *dixit minus quam voluit*) gode di una particolare posizione privilegiata all'interno del processo decisionale di II livello, in quanto ad esso spetta la stesura concreta dei progetti di misure di esecuzione nell'ambito dei mercati finanziari, tanto a seguito di una formale richiesta della Commissione, quanto d'ufficio.

Risulta, quindi, evidente come, in virtù della sua funzione primaria di istruire e confezionare, in via esclusiva o, al più in concorrenza (presumibilmente) con i dipartimenti specializzati della Commissione, la bozza di proposta che la Commissione sottoporrà al CEVM, il CAEVRM, in realtà, ricopre un ruolo centrale all'interno del processo di produzione normativa, partecipando sostanzialmente alla determinazione dell'indirizzo politico sub-primario che sul piano, invece, squisitamente formale, spetta in via esclusiva alla Commissione fissare (seppur possibilmente d'intesa con il CEVM).

Queste ultime riflessioni, tuttavia, piuttosto che far ritenere terminata la trattazione dell'argomento, consentono di sviluppare ulteriori considerazioni.

La dimostrazione della competenza comunitaria a determinare l'indirizzo politico, primario e sub-primario, in materia di mercati finanziari, pone infatti la questione della indipendenza della autorità nazionale di regolazione dei mercati finanziari. Difatti, sostenere che la Consob, che rileva nel caso in questione, sia un'amministrazione indipendente rispetto all'Esecutivo nazionale e non già rispetto agli organi comunitari solleva problematiche dense di implicazioni, avuto riguardo al fatto che sembra perlomeno dubbio che il carattere di indipendenza di una autorità amministrativa con compiti di regolazione di determinati settori possa 'relativizzarsi' in funzione dell'ordinamento giuridico nel quale ha sede o entro cui opera.

Non pare corretto, infatti, già sul piano generale, ma *a fortiori*, in materie che sono state attratte definitivamente nella sfera di competenza esclusiva della Comunità, considerare in maniera differenziata (se non per scopi meramente descrittivi), a

seconda dell'ordinamento che si assume a termine di riferimento, i fenomeni giuridici che interessano entrambi.

In questa prospettiva, pertanto, tutte le questioni sollevate dalla letteratura giuridica nazionale intorno all'ammissibilità della qualificazione della Consob⁽¹⁷⁵⁾ quale amministrazione indipendente sottratta all'indirizzo politico del Governo ed organizzativamente e funzionalmente 'eccentrica' rispetto al modello di amministrazione pubblica posto dall'art. 95 Cost. perdono sostanzialmente di significato⁽¹⁷⁶⁾.

Sulla base delle risultanze della ricostruzione offerta la Consob, quindi, quale autorità nazionale di regolazione dei mercati finanziari, risponde del suo operato direttamente alle istituzioni europee in quanto attua, a livello decentrato, l'indirizzo politico 'legislativo' e 'sub-legislativo' europeo; con la precisazione, tuttavia, che particolarmente in quest'ultimo caso, alla determinazione dell'indirizzo politico 'sub-legislativo' concorrono le stesse autorità nazionali di regolazione, quindi anche la Consob (per mezzo del suo presidente), cui compete, come CAERVM, la progettazione delle misure c.d. tecniche attuative dell'indirizzo politico 'primario'⁽¹⁷⁷⁾.

Ne consegue che ove si voglia continuare a ragionare con le categorie e gli strumenti concettuali propri dell'ordinamento nazionale, si dovrà necessariamente fare i conti con un'evidente contraddizione in termini, costituita dal qualificare un'autorità amministrativa, al contempo, indipendente, se vista esclusivamente dal punto di vista dell'ordinamento interno e, mutando angolo di visuale, organo esecutivo della Unione europea, con compiti d'attuazione dell'indirizzo "politico-amministrativo" europeo, come determinato nelle forme che si sono più sopra esaminate, se riguardata dalla prospettiva dell'ordinamento europeo.

⁽¹⁷⁵⁾ Ma l'assunto è discutibile anche in base ad altri rilievi. Ma non essendo lo scopo del nostro lavoro indagare circa la giustezza o meno della corrente qualificazione della Consob come autorità indipendente soprassedere dall'affrontare *ex funditus* l'argomento.

⁽¹⁷⁶⁾ Sul concetto d'indipendenza della Autorità c.d. indipendenti si veda V. CERULLI IRELLI, *Premesse problematiche allo studio delle "amministrazioni indipendenti"*, in F. BASSI- F.MERUSI (a cura di), *Mercati e amministrazioni indipendenti*, Milano, 1993, per il quale il termine "indipendente" ha un significato solo stipulativo e si attaglia ad organizzazioni statali dotate di particolare caratteristiche relazionali con l'autorità di governo tali da sottrarle da "ogni ingerenza di quest'ultima pur essendo (...) adibite alla cura d'interessi fatti propri dallo Stato" (1) e si manifesta in termini organizzativi mediante la sua sottrazione all'apparato di governo organizzativo e in termini funzionali attraverso la sottrazione all'ingerenza degli "atti tipici" (o di natura formalmente amministrativa) nei quali esso si esprime (4).

⁽¹⁷⁷⁾ Ci sembrano, pertanto, condivisibili le osservazioni di A. ANDREANI, *Crisi e metamorfosi*, cit., a giudizio del quale la chiave di lettura del fenomeno delle autorità indipendenti è quella di inquadrare tali organismi atipici nel contesto di "un potere esecutivo condiviso tra diversi soggetti e non gerarchicamente ordinato" (122).

Le autorità nazionali di regolazione possono, invece, qualificarsi come enti sostanzialmente europei, ma formalmente nazionali, riuniti in forma consortile (nel CAERVM), con compiti di esecuzione, coordinata e coerente, delle decisioni comunitarie ⁽¹⁷⁸⁾, avvicinati per alcuni profili, *mutatis mutandis*, al modello delle agenzie ⁽¹⁷⁹⁾. I tratti peculiari di questi enti atipici sono riassumibili in questi termini: a) la loro organizzazione è a disciplina legislativa nazionale; b) sono dotate di ampia autonomia normativa e organizzativa per la funzionale gestione dei compiti affidati; c) l'organizzazione di funzioni amministrative è 'sganciata' dagli uffici dell'Esecutivo nazionale; d) l'esercizio aggregato delle funzioni è svolto in forma consortile e) non si limitano a dare esecuzione ad un indirizzo politico etero-determinato, ma; e) contribuiscono esse stesse a formarlo nell'ambito di un processo che, al di là dei profili di imputazione formale, è dominato da elementi di co-determinazione dell'indirizzo politico, massimamente in sede di posizione delle regole di 'attuazione' dei principi generali di livello primario ⁽¹⁸⁰⁾.

6. I nodi 'irrisolti' della 'composita' *governance* europea dei mercati finanziari.

⁽¹⁷⁸⁾ Secondo F. MERUSI, "le autorità amministrative indipendenti –almeno quelle che possiamo considerare tali con certezza, qualunque criterio di identificazione si voglia utilizzare (...) - sono ormai interamente disciplinate da norme comunitarie, o da norme nazionali attuative di direttive comunitarie . (...) Poiché la disciplina della funzione è ormai, direttamente o indirettamente, di fonte comunitaria, mentre l'organizzazione è a disciplina legislativa nazionale (o comunque a disciplina non comunitaria), si può affermare che in tutti i Paesi della Comunità le autorità amministrative indipendenti sono *enti autarchici comunitari* (corsivo dell'autore)": F. MERUSI, *Le autorità indipendenti fra riformismo nazionale e autarchia comunitaria*, in ID., *Le leggi del mercato. Innovazione comunitaria e autarchia nazionale*, Bologna, 2002, 97.

⁽¹⁷⁹⁾ Secondo quella interpretazione condivisibile che è stata data da F. MERLONI, *Il nuovo modello di agenzia nella riforma dei ministeri*, in *Diritto pubblico*, 1999, 717 ss., secondo il quale le agenzie si possono definire "come uffici dell'organizzazione del governo, 'esterni' e alternativi rispetto agli uffici ministeriali, dotati o meno di personalità giuridica, sottoposti all'indirizzo politico e alla vigilanza dell'amministrazione di riferimento, costituiti per l'esercizio di funzioni amministrative (tecniche e operative), cui sono riconosciute autonome normative e organizzatorie per la funzione gestione dei compiti affidati (corsivi dell'autore)", 763. Sulle agenzie europee vedi, invece, C. FRANCHINI, *Le relazioni tra le agenzie europee e le autorità amministrative nazionali*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico comunitario*, 1997, 15-29, e R. DEHOUSSE, *Regolazione attraverso reti nella Comunità europea: il ruolo delle agenzie europee*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico comunitario*, 1997, 629-649.

⁽¹⁸⁰⁾ Condivisibili sono, pertanto, le riflessioni di A. ANDREANI, *Crisi e metamorfosi*, cit., 126: "se non si vuole cadere in ragionamenti circolari e in petizioni di principio, la indipendenza delle Autorità si può affermare con contenuti (ipoteticamente) derogativi ai poteri d'indirizzo generale del Governo solo nei limiti e nelle fattispecie ove sia questione di interessi prevalenti garantiti da principi comunitari cogenti e inderogabili (...). In altre parole, (non) un'etichetta da apporre ai singoli organismi, ma una guarentigia di efficacia nel perseguire obiettivi ed interessi vincolati dalla prevalente disciplina comunitaria".

Posta in rilievo la complessa morfologia del processo regolativo europeo dei mercati finanziari e svolte alcune riflessioni in merito alle diverse implicazioni che essa comporta su rilevanti questioni, è necessario, per esaurire l'argomento qui studiato, dar conto della permanenza di alcuni nodi 'irrisolti' del processo regolativo europeo che concernono soprattutto la reale capacità delle procedure decisionali adottate di far fronte ai rilevanti problemi che la stretta interdipendenza tra i mercati di valori mobiliari e gli altri segmenti del mercato finanziario generano.

E' opinione condivisa, infatti, che gli ostacoli alla promozione e all'efficienza dei mercati finanziari europei, non sono solo con specifico riferimento ai mercati dei valori mobiliari, ma anche con riguardo agli altri settori, si accentueranno nei prossimi anni, anche in conseguenza del recepimento e dell'attuazione delle proposte del secondo Accordo di Basilea sull'adeguatezza patrimoniale delle istituzioni finanziarie ⁽¹⁸¹⁾ e che, pertanto, sia fondamentale che la Comunità abbia a disposizione meccanismi procedurali di produzione normativa che siano capaci di affrontare le sfide poste dalla globalizzazione dei mercati finanziari.

La soluzione, segnatamente per la parte relativa alla formazione della normazione secondaria, proposta dal Comitato Lamfalussy di creare una struttura incentrata su una procedura 'comitologica' che consentirebbe una più rapida risposta ai nuovi bisogni di regolazione provenienti dall'evoluzione dei mercati, mentre sembra abbia dato una prima risposta convincente al tipo di problema indicato, ha, pur tuttavia, posto una nuova serie di questioni relative al coordinamento delle competenze in quest'area, da un lato, tra i due comitati, CAEVRM e CEVM e dall'altro, tra la Commissione e il Parlamento europeo; nonché in ordine alla definizione specifica del ruolo di quest'ultimo.

Sotto quest'ultimo aspetto, va, infatti, ricordato come non a caso le maggiori critiche alla procedura su quattro livelli progettata dal Comitato Lamfalussy siano giunte

⁽¹⁸¹⁾ In particolare, si sono ravvisate nelle proposte del II accordo di Basilea delle incongruenze difficilmente superabili. Per esempio, si è osservato che i modelli di valutazione dei rischi denominato VAR, su cui molti si basano i modelli di valutazione interna di molte banche commerciali, funzionano bene durante i periodi normali, mentre durante le fasi di estrema crisi si presentano fortemente insufficienti a segnalare i rischi; così come si è sottolineato che una più accurata definizione dei rischi di credito, se da un lato apporta notevoli benefici sul piano microsistemico (ad esempio, aumentando il grado di comparabilità tra le banche), dall'altro possono dimostrarsi procicliche e quindi controproducenti sul piano macrosistemico. Su queste (ed altre) osservazioni critiche vd. J. DANIELSSON (*et al.*), *An Academic Response to Basel II*, Financial Markets Group, London School of Economics, Special Paper 130, 2001.

proprio dal Parlamento europeo il quale, il 14 marzo 2001, con 410 voti favorevoli (e 25 contrari) ha approvato una particolare procedura c.d. di richiamo (*call-back*) che lo autorizzerebbe a arrestare il processo di normazione secondaria anche al di là dell'ambito proposto dal Comitato Lamfalussy che, invece, assegnava al Parlamento europeo un tale diritto solo nel caso in cui il contenuto della proposta della Commissione esorbitasse i limiti del potere di implementazione riconosciute dalla normazione primaria (atto 'ultra vires').

La preoccupazione del Parlamento europeo, che è posta a fondamento della decisione di estendere, ai fini dell'esercizio del potere di *call-back*, il proprio sindacato sul contenuto sostanziale delle proposte della Commissione, è motivata principalmente dal fatto che diversamente esso si troverebbe sfornito di strumenti in grado di esercitare una qualche influenza sui compromessi finali raggiunti tra la Commissione, i rappresentanti degli Esecutivi nazionali del CEVM e i regolatori nazionali del CAEVM.

La preoccupazione del Parlamento europeo sembra, tra l'altro condivisa anche dagli operatori di mercato i quali temono, a loro volta, una scarsa trasparenza della procedura comitologica di normazione secondaria.

Invero, mentre è previsto che le Autorità nazionali di regolazione cui compete formulare pareri alla Commissione e al CEVM debbano previamente consultare i partecipanti al mercato, gli utenti finali e i consumatori, nulla è detto per le successive fasi procedurali, per le quali non è previsto alcun meccanismo di partecipazione dei destinatari finali dell'attività regolatoria⁽¹⁸²⁾.

Le indicate preoccupazioni del Parlamento europeo sono, a loro volta, controbilanciate dai timori del Consiglio che il *rule-making process* disegnato dal Rapporto Lamfalussy abbia rafforzato la Commissione e lo stesso Parlamento, a tutto detrimento delle sue prerogative.

Non a caso, infatti, durante il Consiglio di Stoccolma del marzo del 2001, il Consiglio, pur recependo le proposte contenute nel Rapporto Lamfalussy, ha chiesto

⁽¹⁸²⁾ D'altronde, assicurare la trasparenza anche della fase finale mediante il monitoraggio del Parlamento europeo potrebbe essere causa del rallentamento di un già complicato processo, ma potrebbe anche migliorare la qualità del prodotto legislativo. D'altra parte, però, la mancata disponibilità da parte del Consiglio europeo a concedere al Parlamento europeo un ampliamento dei suoi poteri di monitoraggio sull'implementazione della legislazione secondaria, e attraverso di esso, ai partecipanti al mercato, potrebbe ritorcersi contro suscitando comportamenti avversi dello stesso Parlamento, dimostrandosi, ad esempio, riluttante a cooperare pienamente nella preparazione della legislazione primaria oppure più severo nell'accettare gli schemi di normazione secondaria sottopostogli dalla Commissione.

e ottenuto dalla Commissione un impegno “a evitare di porsi in contrasto con le opinioni predominanti che possano emergere all'interno del Consiglio circa l'idoneità delle misure proposte”, con l'effetto, quindi, ulteriore di limitare il suo diritto d'iniziativa ⁽¹⁸³⁾.

Così, nella medesima chiave può, altresì, leggersi la concessione fatta dal Consiglio europeo alle posizioni nazionali mediante l'accettazione della proposta di istituire il CEVM, il quale, proprio per la sua particolare composizione, può introdurre all'interno del procedimento di II livello logiche di protezione degli interessi nazionali, rallentando in definitiva il processo di produzione normativa.

Sul finire del 2001, tuttavia, i problemi connessi alla *governance* dei mercati finanziari, cui si è accennato in precedenza, non erano stati affrontati pienamente, né tanto meno risolti. Rimaneva sempre sulla sfondo, quale quesito insoluto, infatti, il problema della capacità di questa complicata struttura organizzativa fondata su due livelli (anche a voler ignorare il diritto di *call-back* del Parlamento europeo) di aumentare l'efficienza dei meccanismi procedurali interni di produzione normativa e l'efficacia della stessa regolazione ⁽¹⁸⁴⁾; inoltre si gettavano le basi per l'istituzione di un'agenzia unica europea di regolazione dei mercati finanziari ⁽¹⁸⁵⁾, che lo stesso Rapporto non escludeva come possibilità ⁽¹⁸⁶⁾, dando così atto, fin da principio, dell'insufficienza del principio di sussidiarietà, spesso invocato, a difendere un assetto istituzionale decentrato ⁽¹⁸⁷⁾.

⁽¹⁸³⁾ Non è chiaro cosa l'espressione “opinioni predominanti” implichi: alcuni lo hanno interpretato come la opinione di uno o due Stati più grandi.

⁽¹⁸⁴⁾ In aggiunta, la questione delle competenze relative (chi fa cosa e chi ha il potere di prendere decisioni all'interno delle procedure di *governance* europea) si acuirà nel momento in cui si porrà per la regolazione del settore bancario il medesimo ordine di questioni, in quanto da esso scaturirà anche il bisogno di coinvolgere necessariamente le istituzioni maggiormente protagoniste nei dibattiti europei sulla progettazione di meccanismi procedurali regolativi: il SEBC e la BCE.

⁽¹⁸⁵⁾ Va, invero, ricordato che qualora la procedura ‘comitologica’ ideata dal Comitato Lamfalussy non dovesse funzionare, allora l'unica alternativa praticabile per la realizzazione dell'obiettivo di un mercato unico dei mercati finanziari, come indica lo stesso Rapporto Lamfalussy, sarebbe quella di delegare poteri di normazione secondaria -di esecuzione e implementazione, quindi- ad un nuovo organismo europeo di regolazione dei mercati finanziari, sul modello del Sec statunitense.

Quando al Presidente del Comitato Lamfalussy è stato posto l'interrogativo se lo scenario descritto fosse credibile, la sua risposta che è stata che probabilmente dovrebbe essere così: al riguardo, si veda R. LASTRA, *Regulating European Securities Markets: Beyond the Lamfalussy Report*, paper per Financial Markets Group Conference, Londra, 16 maggio 2002.

⁽¹⁸⁶⁾ Alla fine del rapporto, si legge infatti: “se la piena revisione è stata quella di confermare nel 2004 che il (proposto più decentralizzato) approccio non pare avere alcuna prospettiva di successo, sarebbe appropriato considerare una modifica del Trattato, che includa la creazione di un'unica autorità di regolazione europea per i servizi finanziari generale per la Comunità”.

⁽¹⁸⁷⁾ Sul tema, tra i contributi più recenti, si veda l'opera collettanea di J.J. KREMERS, D. SCHOENMAKER, P.J. WIERTS (ed.), *Financial Supervision in Europe*, Cheltenham-Northampton, 2003, ed in particolare i contributi di J. F. MOGG, *Financial Markets' Legislation-Consequence for the Structure of*

7. Gli sviluppi successivi.

La crisi finanziaria del 2007 e del 2008 ha evidenziato una serie di lacune nella vigilanza finanziaria, sia in casi specifici che in relazione al sistema finanziario nel suo complesso. Le maggiori debolezze del sistema si sono manifestate segnatamente in materia di cooperazione e coordinamento tra le autorità di regolazione nazionali competenti e in punto di applicazione coerente del diritto dell'Unione europea.

Pertanto, in varie risoluzioni pubblicate prima e durante la crisi finanziaria, il Parlamento europeo ha esortato ad adottare un sistema di vigilanza europeo più integrato, al fine di assicurare reali condizioni di parità per tutti gli attori al livello dell'Unione e rispecchiare l'integrazione sempre maggiore dei mercati finanziari nell'Unione.

In tale contesto, la Commissione è stata invitata dal Consiglio a chiarire il ruolo dei comitati delle autorità di vigilanza e a considerare tutte le diverse opzioni per rafforzare il funzionamento di tali comitati, senza squilibrare la struttura istituzionale attuale o ridurre la responsabilità delle autorità di vigilanza.

Si è così iniziato a elaborare un nuovo assetto organizzativo dei comitati sulla base dei seguenti principi e criteri direttivi: a) opera come gruppo consultivo indipendente della Commissione nel settore dei valori mobiliari; b) è privo di poteri di regolamentazione a livello europeo c) procede a verifiche “inter pares”; d) promuove le migliori pratiche; e) emana orientamenti, raccomandazioni e standard non vincolanti al fine di accrescere la convergenza all'interno della Comunità.

Con la comunicazione del 20 novembre 2007, intitolata “Revisione della procedura Lamfalussy – Rafforzamento della convergenza in materia di vigilanza”, la Commissione europea sottolinea la necessità di introdurre meccanismi che assicurino una migliore tempistica per il recepimento e l'applicazione delle misure di I e II livello, il rafforzamento dei comitati delle autorità di regolamentazione di III livello e l'aumento dei livelli di convergenza e cooperazione in materia di vigilanza. Inoltre sottolinea la necessità di incrementare la trasparenza in sede di recepimento, mediante

Supervision, e T. PADOA-SCHIOPPA, *Financial Supervision: Inside or Outside Central Banks?*, risp. 153-159 e 160-175.

la pubblicazione sistematica e generalizzata dei contributi provenienti dalle consultazioni e l'estensione dell'analisi di impatto a qualsiasi misura esecutiva importante.

A tale scopo l'allora presidente della Commissione europea incaricò nell'ottobre 2008 un gruppo di eminenti personalità, presieduto dal già Presidente della Banca europea per la ricostruzione e lo sviluppo, Jacques de Larosière, con il compito di formulare delle proposte destinate al rafforzamento delle disposizioni di vigilanza europee concernenti tutti i settori finanziari per l'istituzione di un sistema di vigilanza europeo "più efficace, meglio integrato e più sostenibile".

In particolare, il Gruppo di saggi è incaricato di esaminare come: organizzare al meglio la vigilanza degli istituti e dei mercati finanziari europei, al fine di garantire la solidità prudenziale degli istituti, il regolare funzionamento dei mercati e, pertanto, la tutela dei depositanti, degli assicurati e degli investitori; rafforzare la cooperazione europea in materia di sorveglianza della stabilità finanziaria, meccanismi di allarme tempestivo e gestione delle crisi, ivi compresa la gestione dei rischi transfrontalieri e tran-settoriali; le autorità di vigilanza, in seno alle autorità competenti dell'UE, dovrebbero cooperare con altre importanti giurisdizioni per contribuire a tutelare la stabilità finanziaria a livello mondiale; i compiti tra le diverse autorità dovrebbero essere ripartiti e quale sia la ripartizione ottimale tra il livello nazionale e il livello europeo.

Il Rapporto conclusivo del Gruppo in questione, denominato Rapporto de Larosière, dal nome del suo Presidente ⁽¹⁸⁸⁾, è consegnato nel febbraio 2009 alla Commissione, la quale ne fa oggetto di un'apposita comunicazione del 27 maggio 2009, dopo aver raccolto in proposito anche le conclusioni del Consiglio europeo, che tra il

⁽¹⁸⁸⁾ Si legge, nella premessa della Relazione, che essa "delinea un quadro che potrà far avanzare l'Unione europea: verso un nuovo programma normativo: per ridurre i rischi e migliorarne la gestione; per potenziare gli ammortizzatori sistemici degli shock; per attenuare gli amplificatori prociclici; per accrescere la trasparenza e per dare i giusti incentivi ai mercati finanziari; verso una vigilanza più forte e coordinata: macroprudenziale e microprudenziale; basata sulle strutture esistenti; ambiziosa, passo dopo passo ma con un obiettivo semplice; una vigilanza più forte e coordinata per tutti i soggetti finanziari nell'Unione europea, con standard equivalenti per tutti, in modo da preservare condizioni di concorrenza in tutto il mercato interno; verso procedure efficienti di gestione delle crisi: per rafforzare la fiducia tra le autorità di vigilanza, e creare vera fiducia; con metodi e criteri concordati, in modo che tutti gli Stati membri possano essere certi del fatto che i loro investitori, depositanti e cittadini sono adeguatamente tutelati nell'Unione europea. In sostanza, abbiamo due alternative: la prima soluzione, all'insegna del "chacun pour soi", o la seconda, all'insegna di una cooperazione europea migliorata, pragmatica e ragionevole a beneficio di tutti per preservare un'economia mondiale aperta. Quest'ultima soluzione porterà indubbi vantaggi economici, ed è quella che preferiamo. Dobbiamo metterci immediatamente all'opera".

19 e il 20 marzo 2009 ha convenuto sulla necessità di migliorare la regolamentazione e la vigilanza dei mercati finanziari dell'Unione europea prendendo come base per l'intervento il Rapporto in questione ⁽¹⁸⁹⁾.

Nelle conclusioni del 18 e 19 giugno 2009, il Consiglio europeo ha raccomandato l'istituzione di un Sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziaria incentrato su tre nuove Autorità europee. Ciò al dichiarato scopo di accrescere la qualità e la coerenza della vigilanza nazionale, rafforzando la sorveglianza dei gruppi transfrontalieri, creando un corpus unico europeo di regole applicabile a tutti gli istituti finanziari nel mercato interno. Si è inoltre sottolineata la necessità che le istituende autorità europee dispongano di poteri di vigilanza sulle agenzie di rating del credito e a tal fine la Commissione è stata invitata a predisporre proposte concrete circa l'istituzione di un sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziaria che possa svolgere un ruolo forte nelle situazioni di crisi.

In attuazione della raccomandazione del Consiglio europeo, il Parlamento europeo e il Consiglio, su proposta della Commissione, con decisione n. 716/2009/CE del 16 settembre 2009 istituisce quindi un programma di finanziamento europeo “a sostegno di attività specifiche nel campo dei servizi finanziari, dell'informativa finanziaria e della revisione contabile”.

La crisi dei mercati finanziari in atto dal 2007 – espone il preambolo della decisione – ha, infatti, evidenziato l'urgente necessità di progressi in fatto di convergenza e cooperazione nel settore della vigilanza del sistema finanziario. L'attuazione e l'applicazione uniforme del diritto europeo nel settore dei servizi finanziari con riguardo alla vigilanza è essenziale per abbattere gli ostacoli residui al regolare funzionamento del mercato interno. Ma affianco a un quadro solido di regolamentazione e vigilanza, che sia in grado di soddisfare le esigenze della crescente integrazione dei mercati finanziari nella Comunità, il cui funzionamento è di centrale importanza per il corretto funzionamento dell'economia europea e per la competitività sui mercati mondiali, occorre anche garantire un finanziamento “trasparente, stabile, diversificato, solido e adeguato” alle tre autorità deputate all'attività di vigilanza (comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari, istituito con decisione 2009/77/CE della Commissione; comitato delle autorità europee di vigilanza

⁽¹⁸⁹⁾ Per un giudizio sul Rapporto de Larosière si veda M. ONADO, *La supervisione finanziaria dopo il Rapporto de Larosière: siamo sulla strada giusta?*, in *Bancaria*, numero speciale, n. 3/2010.

bancaria, istituito con decisione 2009/78/CE della Commissione; comitato delle autorità europee di vigilanza delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali, istituito con decisione 2009/79/CE della Commissione - collettivamente denominati "comitati delle autorità di vigilanza") a valere sul bilancio europeo, in difetto del quale la loro capacità di adempiere le rispettive missioni "di interesse pubblico in modo indipendente ed efficace", che sono determinanti per il funzionamento del mercato interno, può essere pregiudicata.

Sulla scorta di tali premesse, su proposta della Commissione (COM 449/3), il Parlamento e il Consiglio europeo approvano i Regolamenti nn. 1092/2010, 1093/2010, 1094/2010 e 1095/2010, istitutivi rispettivamente: a) del Comitato europeo per il rischio sistemico (ESRB); b) dell'Autorità bancaria europea (EBA); c) dell'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA); d) dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA).

8. L'istituzione dell'Autorità europea di vigilanza degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA)

Come detto, l'ESMA è stata istituita con il regolamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza degli strumenti finanziari e dei mercati, modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/77/CE della Commissione (da ora, Regolamento) ⁽¹⁹⁰⁾.

Organismo dell'Unione europea dotato di propria personalità giuridica ⁽¹⁹¹⁾, succeduto giuridicamente al CESR ⁽¹⁹²⁾, l'ESMA fa parte del Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF), opera nel quadro dei poteri conferiti dal presente

⁽¹⁹⁰⁾ Con tale atto era stato istituito un gruppo consultivo indipendente in materia di valori mobiliari nella Comunità, denominato "comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari" (art.1), composto "da rappresentanti di alto livello delle autorità pubbliche nazionali competenti per il settore dei valori mobiliari, compresi gli OICVM" (art. 7) deputato a "rafforza[re] la collaborazione tra le autorità nazionali di vigilanza nel settore dei valori mobiliari e promuove[re] la convergenza delle pratiche e degli approcci di vigilanza degli Stati membri in tutta la Comunità" anche mediante lo sviluppo di "nuovi strumenti pratici di convergenza per promuovere approcci comuni in materia di vigilanza" (art. 4) ovvero "lo sviluppo di pratiche comuni di vigilanza" (art.6).

⁽¹⁹¹⁾ Art. 5, co. 1, del Regolamento.

⁽¹⁹²⁾ Ai sensi dell'art. 76, prf. 4, del Regolamento, l'ESMA subentra automaticamente in tutti i rapporti attivi e passivi e in tutte le operazioni rimaste in sospeso del CESR.

regolamento e nell'ambito di applicazione di ogni atto giuridicamente vincolante dell'Unione europea che attribuisca compiti all'ESMA ⁽¹⁹³⁾.

Il fondamento legale della sua istituzione si rinviene, da un lato, nell'art. 114 TFUE ⁽¹⁹⁴⁾, poiché le finalità perseguite e i compiti assegnati all'ESMA, consistenti nell'assistere le Autorità nazionali di vigilanza competenti nell'interpretazione e nell'applicazione uniformi delle norme dell'Unione europea e contribuire alla stabilità finanziaria necessaria per l'integrazione finanziaria, sono strettamente legati agli obiettivi dell'*acquis* dell'Unione europea di creazione di un mercato unico dei capitali; dall'altro, nell'art. 5 TFUE, in quanto il sopra indicato obiettivo, perseguibile assicurando un livello elevato, efficace e uniforme della regolamentazione e della vigilanza prudenziale, protezione degli investitori, garanzia dell'integrità, l'efficienza e il regolare funzionamento dei mercati finanziari, mantenimento della stabilità del sistema finanziario e rafforzamento del coordinamento internazionale in materia di vigilanza, "non può essere conseguito in misura sufficiente dagli Stati membri e può dunque, a motivo della portata dell'azione, essere conseguito meglio a livello di Unione (...)" ⁽¹⁹⁵⁾.

Lo scopo dichiarato della sua istituzione è, quindi, migliorare il funzionamento del mercato interno. Tuttavia, se tale è l'obiettivo finale, in chiave di obiettivi intermedi (o

⁽¹⁹³⁾ Art.1, prf. 2, del Regolamento.

⁽¹⁹⁴⁾ Articolo 114 (ex articolo 95 del TCE). 1. Salvo che i trattati non dispongano diversamente, si applicano le disposizioni seguenti per la realizzazione degli obiettivi dell'articolo 26. Il Parlamento europeo e il Consiglio, deliberando secondo la procedura legislativa ordinaria e previa consultazione del Comitato economico e sociale, adottano le misure relative al ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative degli Stati membri che hanno per oggetto l'instaurazione ed il funzionamento del mercato interno. (...). 10. Le misure di armonizzazione di cui sopra comportano, nei casi opportuni, una clausola di salvaguardia che autorizza gli Stati membri ad adottare, per uno o più dei motivi di carattere non economico di cui all'articolo 36, misure provvisorie soggette ad una procedura di controllo dell'Unione.

⁽¹⁹⁵⁾ "L'Ue può intervenire in base al principio di sussidiarietà sancito dall'articolo 5 del trattato sull'Unione europea. Il presente regolamento si limita a quanto è necessario per conseguire tali obiettivi, in ottemperanza al principio di proporzionalità enunciato nello stesso articolo" (66° Considerando). Si veda inoltre il 17° Considerando del regolamento in questione nel quale si dà atto che "Nella sentenza 2 maggio 2006, causa C-217/04 (Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord/Parlamento europeo e Consiglio dell'Unione europea), la Corte di giustizia dell'Unione europea ha statuito che "nulla nel tenore testuale dell'articolo 95 CE [attuale articolo 114 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE)] permette di concludere che i provvedimenti adottati dal legislatore europeo sul fondamento di tale disposizione debbano limitarsi, quanto ai loro destinatari, ai soli Stati membri. Può infatti rendersi necessario prevedere, sulla scorta di una valutazione rimessa al detto legislatore, l'istituzione di un organismo europeo incaricato di contribuire alla realizzazione di un processo di armonizzazione nelle situazioni in cui, per agevolare l'attuazione e l'applicazione uniformi di atti fondati su tale norma, appaia appropriata l'adozione di misure di accompagnamento e di inquadramento non vincolanti"

strumentali) si pongono invece le finalità che definiscono la “mission” affidata alla neo istituita autorità di vigilanza europea.

Difatti, nei propositi del legislatore europeo, l'ESMA è chiamata a operare assicurando un livello di regolamentazione e di vigilanza elevato, efficace e uniforme, tenuto conto degli interessi diversi di tutti gli Stati membri e della natura diversa dei partecipanti ai mercati finanziari, tutelando i valori di pubblico interesse, quali l'integrità e la stabilità del sistema finanziario, la trasparenza dei mercati e dei prodotti finanziari e la tutela degli investitori.

Il Regolamento traduce espressamente questo intento, stabilendo espressamente che l'azione dell'ESMA, che nello svolgimento dei suoi compiti agisce “in maniera indipendente e obiettiva nell'interesse esclusivo dell'Unione”, è diretta a proteggere “l'interesse pubblico contribuendo alla stabilità e all'efficacia a breve, medio e lungo termine del sistema finanziario a beneficio dell'economia dell'Unione, dei suoi cittadini e delle sue imprese (...)”, contribuendo a: “a) migliorare il funzionamento del mercato interno, con particolare riguardo a un livello di regolamentazione e di vigilanza valido, efficace e uniforme; b) garantire l'integrità, la trasparenza, l'efficienza e il regolare funzionamento dei mercati finanziari; c) rafforzare il coordinamento internazionale in materia di vigilanza; d) impedire l'arbitraggio regolamentare e promuovere pari condizioni di concorrenza; e) assicurare che il rischio di credito e altri rischi siano adeguatamente regolamentati e oggetto di opportuna vigilanza; f) aumentare la protezione dei consumatori” ⁽¹⁹⁶⁾.

Nella minuta elencazione dei compiti dell'ESMA, contenuta nell'art. 8 del Regolamento, meritano di essere evidenziati, oltre a quelli di promuovere la tutela degli investitori, di contribuire all'elaborazione di norme e prassi comuni di regolamentazione e vigilanza e all'applicazione uniforme degli atti giuridicamente vincolanti dell'Unione europea, i compiti di organizzazione ed effettuazione di verifiche *inter pares* delle Autorità nazionali competenti, “anche formulando orientamenti e raccomandazioni e individuando le migliori prassi, al fine di rafforzare l'uniformità dei risultati di vigilanza”, di contributo al funzionamento uniforme e

⁽¹⁹⁶⁾ Art. 1, prf. 5, del Regolamento. In altri termini, L'ESMA deve quindi orientare la sua azione a prevenire l'arbitraggio regolamentare e garantire condizioni di parità (art. 30), nonché a rafforzare il coordinamento internazionale della vigilanza (artt. 31 e 32), nell'interesse dell'economia nel suo complesso, compresi gli istituti finanziari e le altre parti interessate, i consumatori e i dipendenti, promuovendo in tale contesto la convergenza in materia di vigilanza e fornendo consulenza alle istituzioni dell'Unione nei settori di sua competenza (art. 29).

coerente dei collegi delle Autorità nazionali di vigilanza. Questi ultimi, infatti, forniscono utili indicazioni sulla effettiva configurazione dell'assetto dei rapporti istituzionali tra Autorità europea e Autorità nazionali, che risulterebbe, quindi, avere il proprio baricentro spostato fortemente sull'Autorità europea ⁽¹⁹⁷⁾.

A tali compiti si aggiungono poi quelli specificamente rivolti alla protezione dei consumatori e delle attività finanziarie, nell'ambito del quale l'ESMA assume un ruolo guida nella promozione della trasparenza, della semplicità e dell'equità nel mercato per i prodotti o servizi finanziari destinati ai consumatori in tutto il mercato interno.

Con riguardo alla protezione dei consumatori, il fulcro dell'attività rimessa alla competenza dell'ESMA consiste nella raccolta e analisi di dati e informazioni sulle tendenze dei consumatori e sulla promozione e controllo, anche qualitativo, dell'educazione finanziaria che le Autorità nazionali di regolazione sono tenute a impartire mediante l'organizzazione di iniziative mirate o la divulgazione di documenti aventi tale scopo.

Assai più pregnanti, invece, sono i poteri assegnati all'ESMA in tema di salvaguardia delle attività finanziarie. Difatti, in questo ambito l'ESMA non solo monitora le attività finanziarie nuove ed esistenti, adottando, se del caso, orientamenti e raccomandazioni rivolte a promuovere la sicurezza e la solidità dei mercati, oltre che la convergenza delle prassi di regolamentazione, ma, laddove talune attività finanziarie costituiscono "una seria minaccia" ovvero mettano "a repentaglio" la stabilità, il corretto funzionamento e l'integrità dei mercati finanziari e la tutela stessa degli investitori, può rispettivamente, con propria decisione, emettere segnalazioni e vietare o limitare temporaneamente la commercializzazione di tali attività; ovvero può vietare o limitare temporaneamente transazioni su talune attività finanziarie "in caso di necessità dovuta a situazione di emergenza". Al fine di delimitarne la latitudine, è previsto che l'ESMA possa esercitare il potere discrezionale di cui dispone nei casi e alle condizioni specificate nei regolamenti e nelle direttive europee elencati nell'art.1, par. 2, ovvero a norma delle condizioni previste dall'art. 18 del Regolamento. Le decisioni in questione hanno natura temporanea, in quanto decadono decorsi tre mesi dall'adozione se non rinnovate, e un loro riesame può essere reclamato da ciascuno Stato membro.

⁽¹⁹⁷⁾ Si vedano, al riguardo, le considerazioni di M. PELLEGRINI, *Il ruolo della Consob nel nuovo sistema finanziario UE*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, n. 2/2017, 174 ss.

Infine, ai sensi dell'art. 8, prf. 2, del Regolamento, nei casi previsti dalla normativa europea, l'ESMA elabora progetti di norme tecniche di regolamentazione e di attuazione; emana orientamenti e formula raccomandazioni, di carattere generale o particolare; adotta provvedimenti, tanto nei confronti delle autorità nazionali competenti, quanto nei confronti dei partecipanti ai mercati finanziari nei casi concernenti il diritto dell'Unione direttamente applicabile; esprime pareri a beneficio del Parlamento europeo, del Consiglio e della Commissione; raccoglie informazioni necessarie sui partecipanti ai mercati finanziari e fornisce una banca dati degli stessi; infine, sviluppa metodologie comuni per valutare l'effetto delle caratteristiche di taluni prodotti finanziari e dei processi relativi alla loro distribuzione sulla situazione finanziaria dei partecipanti ai mercati finanziari e sulla protezione dei consumatori ⁽¹⁹⁸⁾.

Sul piano delle attribuzioni, quindi, l'ESMA è dotata di potestà amministrative in senso tecnico, di carattere costitutivo (decisioni individuali) accertativo e di controllo, oltre a essere munita di poteri regolatori e di vigilanza propri e ad avere una 'riserva' di competenza in ordine alla proposizione di iniziative di produzione normativa regolamentare o tecnica di attuazione di competenza della Commissione europea ⁽¹⁹⁹⁾.

8.1. (Segue) La *governance* dell'ESMA

L'ESMA è governata da due organismi decisionali principali: il Consiglio delle Autorità di vigilanza ⁽²⁰⁰⁾ e il Consiglio di amministrazione ⁽²⁰¹⁾. Presiede questi due organi il Presidente dell'ESMA, la durata del cui incarico è di cinque anni, rinnovabile una sola volta. Munito di poteri di rappresentanza esterna, il Presidente è responsabile

⁽¹⁹⁸⁾ Artt. 8 e 9 del Regolamento. Va osservato che i poteri di maggiore impatto, in ragione del loro contenuto impeditivo, temporaneo o permanente, di talune attività finanziarie al ricorrere di circostanze eccezionali o che mettano a repentaglio il corretto funzionamento e l'integrità dei mercati finanziari o la stabilità generale o parziale del sistema finanziario dell'Unione, siano contenuti nell'art. 9 del Regolamento, che è intitolato ai compiti relativi alla protezione dei consumatori.

⁽¹⁹⁹⁾ L'ESMA è inoltre munita di poteri propri relativamente a diverse fattispecie, tra le quali spicca senz'altro il controllo sulle agenzie di rating, sui 'trade repositories' sui poteri interdittivi in caso di vendite allo scoperto di strumenti finanziari complessi che possano mettere a repentaglio il funzionamento del mercato. Per quel che concerne le agenzie di rating, l'ESMA detiene il registro delle agenzie di rating, decidendo in merito alle richieste di iscrizione formulate dai soggetti interessati e definisce, in collaborazione con la Commissione gli standard tecnici occorrenti. Correlativamente al potere di autorizzazione all'accesso alla relativa attività, l'ESMA è altresì dotata della potestà sanzionatoria per le violazioni commesse dalle agenzie di rating degli obblighi su di esse gravanti.

⁽²⁰⁰⁾ Artt. 6 e 43 del Regolamento.

⁽²⁰¹⁾ Artt. 6 e 47 del Regolamento.

della preparazione del lavoro del Consiglio delle Autorità di vigilanza e del Consiglio di amministrazione. Alla gestione amministrativo-contabile dell'organismo è preposto il direttore esecutivo, cui compete, tra l'altro, la definizione del programma di lavoro annuale, del progetto di bilancio preliminare e consuntivo dell'ESMA e prepara il lavoro del Consiglio di amministrazione.

Il Consiglio delle Autorità di vigilanza si compone, oltre che del Presidente, dagli organi di vertice monocratici delle Autorità nazionali di vigilanza responsabili della regolamentazione e della vigilanza dei mercati finanziari (la Consob per l'Italia), di un osservatore della Commissione, di un rappresentante ciascuno dell'Autorità bancaria europea (ABE) e dell'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA) e di un rappresentante del Comitato europeo per i rischi sistemici (CERS). Partecipano, infine, come osservatori permanenti, rappresentanti di Norvegia, Islanda e Liechtenstein - e presumibilmente, dopo la sua fuoriuscita dall'Unione europea, anche della Gran Bretagna -, nonché il direttore esecutivo dell'ESMA senza diritto di voto ⁽²⁰²⁾.

Sul piano funzionale, il Consiglio delle Autorità di vigilanza ha poteri decisionali finali riguardo all'adozione delle norme, dei pareri, degli orientamenti, delle raccomandazioni e di qualunque altra decisione, compresa l'emanazione di pareri all'indirizzo delle istituzioni dell'Unione europea. L'organo in questione è coadiuvato da una serie di comitati permanenti e da gruppi di lavoro che si occupano dell'approfondimento di particolari questioni tecniche.

Il Consiglio di amministrazione dell'ESMA, invece, si compone, oltre che del Presidente, di sei membri individuati dai componenti del Consiglio delle Autorità di vigilanza. Partecipano ai lavori senza diritto di voto il direttore esecutivo, il vicepresidente dell'ESMA e un rappresentante della Commissione (il quale, tuttavia, ha diritto di voto sulle questioni che riguardano il bilancio dell'ESMA). Esso si occupa, a livello macro-organizzativo, degli aspetti gestionali dell'Autorità, come lo sviluppo e l'attuazione di un programma di lavoro pluriennale, ivi compresi quelli relativi al bilancio e all'amministrazione del personale.

⁽²⁰²⁾ In base all'art. 75, par. 1 e 3, del Regolamento possono, infatti, partecipare ai lavori dell'ESMA rappresentanti di paesi terzi che abbiano "concluso accordi con l'Unione, in virtù dei quali hanno adottato e applicano il diritto nei settori di competenza dell'Autorità di cui all'articolo 1, paragrafo 2".

Sempre sul piano della *governance*, un importante ruolo è assolto dal Gruppo delle parti interessate nel settore degli strumenti finanziari e dei mercati, istituito presso l'ESMA ⁽²⁰³⁾ per facilitare la consultazione degli *stakeholders* nei settori pertinenti di competenza dell'Autorità. L'ESMA è tenuta a consultare il Gruppo in sede di predisposizione dei progetti di norme tecniche e orientamenti. I suoi componenti (30 membri) sono rappresentativi, in misura variabile, dei diversi partecipanti al mercato finanziario, delle organizzazioni degli investitori, dei consumatori e di altri utenti al dettaglio dei servizi finanziari, così come delle micro, piccole e medie imprese. Essi sono nominati dall'ESMA per un periodo di due anni e mezzo in seguito a un invito pubblico a presentare candidature.

Importante infine annotare che, a differenza di quanto previsto per il soppresso CERS, le decisioni del Consiglio delle Autorità di vigilanza sono assunte a maggioranza qualificata, proprio a sottolineare che gli interessi perseguiti dall'ESMA sono interessi autenticamente “europei”, e non “mediati” o subordinati agli interessi dei singoli Stati membri, di cui i rappresentanti delle Autorità nazionali seduti in Consiglio potrebbero essere espressione, come poteva accadere in passato, quando l'assunzione di decisioni anche di carattere fondamentale per la stabilità e l'integrità dei mercati finanziari erano esposte al possibile veto anche di un singolo componente

8.2. (Segue) Il concorso all'esercizio della funzione normativa della Commissione europea per assicurare “condizioni uniformi di applicazione” e “l'applicazione coerente” della legislazione europea.

Particolare significato assume in questo ambito la peculiare potestà di iniziativa normativa attribuita all'ESMA, incidente su tutti i settori del comparto finanziario di riferimento.

In base agli artt. 10⁽²⁰⁴⁾ e 15 del Regolamento, all'ESMA è infatti attribuito il compito di elaborare, in settori definiti dal diritto dell'Unione europea, progetti di

⁽²⁰³⁾ Previsto e disciplinato dall'art. 37 del Regolamento.

⁽²⁰⁴⁾ Cfr. Art.10 del Regolamento - Norme tecniche di regolamentazione: “1. Se il Parlamento europeo e il Consiglio delegano alla Commissione il potere di adottare norme tecniche di regolamentazione mediante atti delegati, a norma dell'articolo 290 TFUE al fine di garantire un'armonizzazione coerente nei settori specificati negli atti legislativi di cui all'articolo 1, paragrafo 2, l'Autorità può elaborare progetti di norme tecniche di regolamentazione. L'Autorità sottopone i suoi progetti di norme all'approvazione

norme tecniche di regolamentazione ⁽²⁰⁵⁾ e di norme tecniche di attuazione ⁽²⁰⁶⁾, la cui approvazione è rimessa alla Commissione europea, che le adotta tramite regolamento o decisione che, pubblicati nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, entrano in vigore alla data indicata nel relativo atto.

Con particolare riferimento al procedimento di formazione che le riguarda, le norme tecniche di regolamentazione sono adottate secondo il procedimento stabilito dagli artt.12-14 del Regolamento e assumono la veste di regolamenti o decisioni “delegati”, ai sensi dell'articolo 290 TFUE; del pari per le norme tecniche di attuazione, la cui adozione segue le medesime disposizioni del Regolamento sopra indicate, le quali, tuttavia, rivestono la forma di regolamenti “esecutivi”, ai sensi all'articolo 291 TFUE.

Inoltre, allo scopo di conferire tendenziale “stabilità” alle norme tecniche di regolamentazione approvate, viene previsto che la Commissione europea provveda alla loro modifica qualora risultassero incompatibili con il diritto dell'Unione, ovvero non rispettassero il principio di proporzionalità ovvero ancora violassero i principi fondamentali del mercato interno dei servizi finanziari sanciti nell'*acquis* dell'Unione in materia di servizi finanziari. In ogni caso, la Commissione europea può procedere alla

della Commissione. Le norme tecniche di regolamentazione sono di carattere tecnico, non implicano decisioni strategiche o scelte politiche e il loro contenuto è limitato dagli atti legislativi su cui si basano. Prima di presentarli alla Commissione, l'Autorità effettua consultazioni pubbliche sui progetti di norme tecniche di regolamentazione e analizza i potenziali costi e benefici, a meno che dette consultazioni e analisi siano sproporzionate in relazione alla portata e all'impatto dei progetti di norme tecniche di regolamentazione interessati o in relazione alla particolare urgenza della questione. L'Autorità chiede altresì il parere del gruppo delle parti interessate nel settore degli strumenti finanziari e dei mercati di cui all'articolo 37(...).

⁽²⁰⁵⁾“L'elaborazione di norme tecniche di regolamentazione richiede una competenza tecnica in una forma specifica al settore dei servizi finanziari. Occorre consentire all'Autorità di fornire tale competenza, anche con riguardo a norme o a parti di norme che non sono basate su progetti di norme tecniche di regolamentazione elaborati dall'Autorità stessa. Inoltre è necessario introdurre uno strumento efficace per fissare norme tecniche di regolamentazione armonizzate in materia di servizi finanziari, in modo da assicurare, in particolare grazie ad un corpus unico di norme, condizioni di parità e la tutela adeguata degli investitori e dei consumatori in tutta l'Unione. È efficace e opportuno che l'Autorità, in quanto organismo dotato di competenze tecniche altamente specialistiche, sia incaricata dell'elaborazione, in settori definiti dal diritto dell'Unione, di progetti di norme tecniche di regolamentazione che non comportino scelte politiche. (...). Essi dovrebbero essere modificati soltanto in circostanze molto limitate e straordinarie, dal momento che l'Autorità è l'attore a stretto contatto con i partecipanti ai mercati finanziari che ne conosce meglio il funzionamento quotidiano (...)” (Regolamento ESMA, 21°-23° Considerando).

⁽²⁰⁶⁾ “Le norme tecniche di attuazione sono di carattere tecnico, non implicano decisioni strategiche o scelte politiche e lo scopo del loro contenuto è quello di determinare le condizioni di applicazione di tali atti.” (si veda art. 15, prf. 1, e il 24° Considerando del Regolamento ESMA).

modifica del contenuto dei progetti di norme tecniche di regolamentazione, così come di quelle di attuazione, solo previo coordinamento con l'ESMA ⁽²⁰⁷⁾.

8.3. (Segue) L'esercizio “soffice” del potere conformativo: le *non-binding measures*

Il ricorso al *soft law* da parte dell'Autorità di regolazione europea viene rafforzato sia mediante una puntuale indicazione delle finalità per le quali esso può essere adottato, sia mediante l'indicazione nominativa dei relativi strumenti, sia attraverso la definizione del grado di “conformità attesa” da parte dei rispettivi destinatari.

Il Regolamento stabilisce infatti che nei settori non coperti da norme tecniche di regolamentazione o di attuazione, l'ESMA abbia il potere di formulare orientamenti e raccomandazioni sull'applicazione del diritto dell'Unione, sia nei confronti degli operatori di mercato che delle stesse Autorità nazionali di regolazione.

Segnatamente, l'art. 16 del Regolamento, rubricato “Orientamenti e raccomandazioni”, prevede che “al fine di istituire prassi di vigilanza uniformi, efficienti ed efficaci nell'ambito del SEVIF e per assicurare l'applicazione comune, uniforme e coerente del diritto dell'Unione, l'Autorità emana orientamenti e formula raccomandazioni indirizzate alle autorità competenti o ai partecipanti ai mercati finanziari” ⁽²⁰⁸⁾. Inoltre, è disposto che, al pari dei progetti di norme tecniche di regolamentazione o di attuazione, l'ESMA può (“se del caso”) sottoporre anche gli orientamenti e le raccomandazioni che intende adottare a consultazioni pubbliche e ad AIR, che dovranno essere “proporzionate rispetto alla sfera di applicazione, alla natura

⁽²⁰⁷⁾ Come correttamente osserva L. TORCHIA, *I poteri di regolazione e di controllo delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari nella nuova disciplina europea*. Testo della relazione svolta al Convegno per i 60 anni della Rivista delle società su “Regole del mercato e mercato delle regole: Il diritto societario e il ruolo del legislatore”, Venezia, 13-14 novembre 2015, “Pur trattandosi dell'esercizio di un potere delegato, il procedimento di formazione è quello tipico degli atti di regolazione, con la previsione obbligatoria della consultazione e dell'analisi d'impatto. Si può dire, dunque, che il vincolo deriva formalmente dalla natura dell'atto della Commissione, ma sostanzialmente, sul piano della legittimazione e dei contenuti, dalla competenza tecnica e, come si legge nei regolamenti, dalla “vicinanza” al mercato del regolatore”. Ciò trae conferma anche dal fatto che, ai sensi dell'art. 10, prf. 3, del Regolamento, “Solo ove l'Autorità non presenti alla Commissione un progetto di norma tecnica di regolamentazione entro i termini conformemente al paragrafo 2, la Commissione può adottare una norma tecnica di regolamentazione mediante un atto delegato senza un progetto dell'Autorità”.

⁽²⁰⁸⁾ In argomento, si veda M. VAN RIJSBERGEN, *On the Enforceability of EU Agencies' Soft Law at the National Level: The case of the European Securities and Markets Authority*, in *Utrecht Law Review*, 2014, 116 ss.

e all'impatto degli orientamenti o delle raccomandazioni". Analogamente è disposto in merito alla consultazione del Gruppo delle parti interessate nel settore degli strumenti finanziari e dei mercati, previsto dall'art. 37 del Regolamento, che è meramente facoltativa ("ove opportuno")⁽²⁰⁹⁾.

Al fine di garantire la trasparenza e rafforzare il rispetto di tali orientamenti e raccomandazioni, è stabilito, da un lato, che i destinatari delle raccomandazioni e degli orientamenti "compiano ogni sforzo" per conformarsi a esse; dall'altro, che le eventuali motivazioni opposte a giustificazione della mancata osservanza da parte delle Autorità nazionali di regolazione competenti e dei partecipanti ai mercati finanziari agli orientamenti e raccomandazioni in questione possano essere oggetto di pubblicazione da parte dell'ESMA (art. 17).

La disposizione in esame intende quindi attribuire carattere quasi vincolante agli atti di regolazione, ancorché per la loro inosservanza non sia prevista per i destinatari né la sanzione della illegittimità/illiceità degli atti compiuti, né l'applicazione di pene pecuniarie.

Invero, in caso di inosservanza di orientamenti e raccomandazioni, la "sanzione" nei confronti dei destinatari è rappresentata dal paventato rischio delle conseguenze reputazionali che verosimilmente ne seguirebbero laddove l'ESMA procedesse a dare pubblico rilievo all'informazione che operatori dei mercati finanziari o le stesse Autorità nazionali di regolazione competenti non intendano conformarsi o si astengano dal conformarsi a tali misure.

Peraltro, il meccanismo descritto, oltre a perseguire l'effetto desiderato di conferire, sul piano sostanziale, carattere prescrittivo a un atto che ne è privo sul piano formale, consente all'Autorità europea di regolazione di affinare, su base continuativa, i propri orientamenti e raccomandazioni.

Difatti, il dovere posto a chi intende non conformarsi agli orientamenti e alle raccomandazioni emanate dall'ESMA di motivare, in maniera chiara e dettagliata, il proprio dissenso (c.d. *comply or explain*), se ritenuto fondato, potrà indurre l'ESMA a ripensare la propria originaria opinione, attivando così un processo virtuoso tra

⁽²⁰⁹⁾ Si precisa, inoltre, che "Per ragioni di efficacia, occorre ricorrere a tale scopo a un gruppo delle parti interessate nel settore degli strumenti finanziari e dei mercati, che rappresenti in modo proporzionato i partecipanti ai mercati finanziari, le piccole e medie imprese (PMI), il mondo accademico, i consumatori e altri utenti al dettaglio dei servizi finanziari. Occorre che il gruppo delle parti interessate nel settore degli strumenti finanziari e dei mercati svolga un ruolo di interfaccia con altri gruppi di utenti nel settore dei servizi finanziari istituiti dalla Commissione o dalla normativa dell'Unione".

soggetti regolati e regolatore di creazione di un assetto interpretativo delle 'regole del giuoco' quanto più ampio e condiviso.

Inoltre, in senso (para)sanzionatorio in termini reputazionali va intesa anche la previsione dell'inserimento, nel referto annuale al Parlamento e al Consiglio dell'Unione europea, dell'elenco nominativo delle Autorità nazionali di regolazione competenti che, nell'anno di riferimento, non si sono conformate al *soft law* dell'ESMA, e dell'indicazione dell'iniziativa che quest'ultima intende promuovere al fine di evitare il ripetersi in futuro di situazioni analoghe.

Non può escludersi, d'altra parte, che la reiterazione di comportamenti non conformativi da parte di una medesima Autorità nazionale di regolazione competente possa dar luogo all'attivazione da parte dell'ESMA del rimedio di cui all'art 258 TFUE, quantunque siffatta possibilità sembri essere esclusa dalla mancata menzione nell'elenco degli atti la inosservanza dei quali, ai sensi dell'art. 17 del Regolamento, costituisce violazione del diritto dell'Unione, con conseguente applicazione dei rimedi ivi previsti e disciplinati, degli orientamenti e delle raccomandazioni.

Uno specifico accenno merita, infine, lo strumento di *soft law* denominato *Question and Answer mechanism* (Q&A), che trova il proprio fondamento legale nell'art. 29, co. 2, del Regolamento.

Lo scopo di tale strumento è, al pari degli orientamenti e delle raccomandazioni, di promuovere e assicurare pratiche convergenti verso un approccio uniforme dell'attività di vigilanza da parte delle autorità nazionali sulla base di interpretazioni uniformi della disciplina di volta in volta considerata ⁽²¹⁰⁾.

Tenuto conto della natura dello strumento, è stato ritenuto non necessario sottoporre a consultazione formale la bozza delle "risposte" che l'ESMA intende offrire al mercato sui quesiti posti su aspetti di natura interpretativa o meramente

⁽²¹⁰⁾ Nel caso della MiFID II e del MiFIR, per esempio, l'obiettivo prioritario è costituito dall'apprestamento di sempre più elevati livelli di tutela e di protezione degli investitori. Il testo finale della Direttiva 2014/65/EU (MiFID II) e il Regolamento (EU) N. 600/2014 (MiFIR) sui mercati degli strumenti finanziari sono stati approvati dal Parlamento europeo in data 15 aprile 2014 e dal Consiglio europeo in data 13 maggio 2014. I due testi sono stati pubblicati nella Gazzetta Ufficiale il 12.6.2014 e sono entrati in vigore il 2 luglio 2014. Molti degli obblighi discendenti dalla MiFID II e dalla MiFIR sono ulteriormente specificati da una direttiva delegata della Commissione e da due regolamenti delegati della Commissione, così come da "regulatory and implementig technical standards" sviluppati dall'ESMA. Il composito quadro disciplinare in questione rimane in vigore fino al 3 gennaio 2018. Nel caso specifico, lo scopo del contenuto del documento è quello di fornire alle autorità competenti "clarity" sull'applicazione dei requisiti della MiFID II e della MiFIR. Il tutto con la specificazione che il documento in questione non è esaustivo e non costituisce una nuova *policy* di vigilanza.

applicativa formulati dagli operatori di mercato in merito a singoli aspetti della disciplina di settore. Comunque, di norma, l'ESMA, prima dell'adozione del documento finale, avvia tavoli di confronto con i rappresentanti del gruppo degli *stakeholders* di riferimento, con il pertinente gruppo di lavoro degli *standing committees' consultative* e, ove necessario, con esperti esterni.

Data la sua natura significativamente “flessibile” e avuto riguardo alle sue precipue finalità, lo strumento in questione è soggetto a continui aggiornamenti. Le interpretazioni offerte, infatti, possono essere soggette a rapida obsolescenza, a causa per esempio del mutare delle condizioni iniziali sulla scorta delle quali l'ESMA si è determinata ad adottare una certa interpretazione, ovvero della necessità di tenere conto dell'emersione di ulteriori profili su specifiche tematiche, inizialmente non considerati né prospettati dal soggetto richiedente. Tuttavia, posto che l'obiettivo di assicurare, tra le altre cose, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e del funzionamento dei mercati finanziari, presuppone, per quanto possibile, un quadro normativo di riferimento il più possibile chiaro e stabile, in punto sia di definizione di obblighi, doveri e oneri puntuali gravanti sugli operatori del mercato, che di approccio seguito dalle Autorità nazionali di regolazione nell'esercizio delle funzioni di vigilanza a esse demandate, le interpretazioni fornite dall'ESMA con lo strumento in esame possono tramutarsi in vere e proprie raccomandazioni o linee guida ogni qual volta esigenze di rafforzamento del grado di “osservanza” dell'interpretazione offerta delle disposizioni oggetto dell'opinamento lo richiedano, conformemente all'art. 16 del Regolamento.

Anche sotto questo aspetto, quindi, il Regolamento introduce elementi di novità rispetto al passato, poiché sperimenta modalità alternative per indurre i destinatari di atti di *soft law* a conformare il proprio agire secondo quanto auspicato dall'Autorità europea di regolazione, la quale, peraltro, potrà fare tesoro degli eventuali *feed-back* “negativi” ricevuti per migliorare la qualità della propria regolazione.

8.4. (Segue) I rapporti tra l'ESMA e le Autorità nazionali di regolazione

Per quel che concerne l'assetto dei rapporti tra ESMA e le Autorità nazionali di regolazione, il Regolamento fornisce molteplici argomenti a sostegno della conclusione

che l'ESMA, in tale ambito, rivesta una posizione di (tendenziale) supremazia sulle seconde ⁽²¹¹⁾.

Anzitutto, a venire in rilievo sono i poteri sostitutivi che l'ESMA può esercitare in talune ipotesi nei confronti dell'Autorità nazionali di regolazione.

La prima ipotesi riguarda il caso di accertata violazione del diritto dell'Unione europea. L'art. 17 del Regolamento prevede infatti che ove non si conformino al parere formale della Commissione europea di ripristinare la 'legalità' violata ("prendere le misure necessarie per rispettare il diritto dell'Unione" afferma testualmente il co. 4 dell'art. 17 del Regolamento) entro il termine ivi specificato e "se è necessario rimediare tempestivamente a tale inosservanza al fine di mantenere o di ripristinare condizioni neutre di concorrenza sul mercato o per assicurare il regolare funzionamento e l'integrità del sistema finanziario", gli operatori di mercato, per i quali gli obblighi derivanti dagli atti normativi europei di cui all'art. 1, par. 2, del Regolamento siano direttamente applicabili, possono essere destinatari di una decisione dell'ESMA che imponga loro di prendere misure per rispettare tali obblighi, "tra cui la cessazione di ogni eventuale pratica (...) con prevalenza su ogni decisione adottata in precedenza dalle autorità competenti sulla stessa materia" ⁽²¹²⁾.

Analogamente, il Regolamento prevede che nei casi in cui il Consiglio dell'Unione europea abbia dichiarato l'esistenza di una situazione di emergenza e sussista l'improrogabile necessità di adottare una misura di ripristino del regolare funzionamento e dell'integrità dei mercati finanziari ovvero della stabilità, anche parziale, del sistema finanziario europeo, l'ESMA può adottare decisioni individuali nei confronti di singole Autorità nazionali di regolazione e nei riguardi di singoli operatori di mercato, se lo richieda l'attuazione di una norma europea direttamente applicabile.

⁽²¹¹⁾ A ciò si ricollega peraltro il tema, non ancora sondato, della idoneità dei previsti meccanismi di accountability (referto al Parlamento, sottoposizione alla giurisdizione alla Corte di Giustizia Ue dei propri atti (art. 61), possibilità per gli operatori e le stesse autorità nazionali di vigilanza di poter fare ricorso a rimedi giurisdizionali di risoluzione delle controversie che dovessero insorgere con l'ESMA (art. 60), diritto di accesso del pubblico alle informazioni (art. 71), istituzionalizzazione della consultazione degli stakeholders) a garantire effettività alla indeclinabile esigenza di rendere l'organismo europeo di vigilanza concretamente 'responsabile' del proprio operato.

⁽²¹²⁾ Secondo L. TORCHIA, op. ult. cit., "La possibilità di esercitare il potere sostitutivo è circoscritta ai casi di violazione di norme di diritto europeo direttamente applicabili, che non hanno richiesto recepimento, ma si tratta purtuttavia di un meccanismo di sostituzione tipico dei sistemi accentrati e gerarchici, in cui la competenza dell'autorità "inferiore" può essere attratta nella sfera dell'autorità "superiore". L'A. sottolinea inoltre, del tutto opportunamente, che si tratta, allo stato, "di un sistema ancora largamente potenziale, più che effettivo" che ha "una funzione deterrente rispetto alle violazioni del diritto dell'Unione." (9-11 del dattiloscritto).

La terza ipotesi contempla il caso della mancata conformazione di una Autorità nazionale di regolazione alla decisione, contenente “misure specifiche o di astenersi dall’agire al fine di risolvere la questione”, con cui l’ESMA, nella sua qualità di “mediatore di liti”, compone una controversia insorta tra due o più Autorità nazionali di regolazione ⁽²¹³⁾ a causa del mancato raggiungimento, al termine di una fase di conciliazione tra le Autorità interessate, di un accordo sulla procedura seguita o sul contenuto di una misura adottata da una delle Autorità coinvolte, che costituisce l’oggetto della controversia. Più in particolare, il Regolamento stabilisce in proposito che nel caso in cui le Autorità nazionali competenti interessate non riescano a trovare un accordo entro la fase di conciliazione, l’ESMA può adottare una decisione ⁽²¹⁴⁾ per imporre loro di adottare misure specifiche o di astenersi dall’agire al fine di risolvere la questione, con valore vincolante per le Autorità nazionali coinvolte. Con l’ulteriore specificazione che, nel caso in cui l’Autorità nazionale destinataria non si conformi spontaneamente alla predetta decisione, e tale mancata conformazione possa mettere a repentaglio l’osservanza da parte di un partecipante al mercato degli obblighi che gli sono direttamente applicabili ai sensi degli atti di cui all’articolo 1, paragrafo 2, del Regolamento, l’ESMA ⁽²¹⁵⁾, in via sostitutiva, “può adottare nei confronti del singolo partecipante ai mercati finanziari una decisione individuale che gli impone di adottare le misure necessarie per rispettare gli obblighi che gli incombono ai sensi del diritto dell’Unione, tra cui la cessazione di ogni eventuale pratica” ritenuta contraria ⁽²¹⁶⁾.

⁽²¹³⁾ La controversia, ai sensi dell’art. 19 del Regolamento, sorge allorché una autorità è “in disaccordo con la procedura seguita o il contenuto di una misura adottata da un’autorità competente di un altro Stato membro o con l’assenza di intervento da parte di quest’ultima in casi specificati negli atti di cui all’articolo 1, paragrafo 2”. Segnatamente, il citato art. 19 stabilisce che “se un’autorità competente è in disaccordo con la procedura seguita o il contenuto di una misura adottata da un’autorità competente di un altro Stato membro o con l’assenza di intervento da parte di quest’ultima in casi specificati negli atti di cui all’articolo 1, paragrafo 2, l’Autorità può, su richiesta di una o più autorità competenti interessate, ovvero d’ufficio, prestare assistenza alle autorità per trovare un accordo” conformemente alla procedura ivi prevista. A tal fine, l’ESMA fissa un termine per la conciliazione tra le Autorità nazionali competenti, tenendo conto dei termini eventuali previsti in materia negli atti normativi europei di rango primario, nonché della complessità e dell’urgenza della questione. “In tale fase l’Autorità funge da Mediatore”.

⁽²¹⁴⁾ In conformità della procedura di cui all’articolo 44, prf. 1, terzo e quarto comma, del Regolamento.

⁽²¹⁵⁾ Fatti salvi i poteri attribuiti alla Commissione dall’articolo 258 TFUE: art. 19, prf. 4, del Regolamento.

⁽²¹⁶⁾ Ai sensi dell’art. 19, prf. 5, del Regolamento, “Le decisioni adottate ai sensi del paragrafo 4 prevalgono su ogni decisione adottata in precedenza dalle autorità competenti sulla stessa materia. Ogni misura adottata dalle autorità competenti in relazione ai fatti oggetto di una decisione ai sensi dei paragrafi 3 o 4 è compatibile con dette decisioni”.

Di significativo rilievo risulta inoltre, nella prospettiva qui trattata, il potere assegnato all'ESMA di coordinamento generale delle Autorità nazionali di regolazione competenti (art. 31 del Regolamento), da esercitarsi in particolare nei casi in cui “gli sviluppi negativi potrebbero compromettere il regolare funzionamento e l'integrità dei mercati finanziari o la stabilità del sistema finanziario nell'Unione”. Tale potere si concretizza, in particolare, nella facilitazione dello scambio di informazioni tra le Autorità nazionali competenti, nella determinazione della loro portata e nella verifica della affidabilità dei meccanismi di diffusione delle stesse tra le Autorità di regolazione interessate, nonché nella centralizzazione delle informazioni ricevute dalle Autorità nazionali relativamente agli operatori di mercato transfrontalieri sottoposti alla loro vigilanza e susseguente diffusione di tali informazioni tra le Autorità medesime.

Ulteriore manifestazione di potere di coordinamento è offerta dalla previsione regolamentare secondo cui l'ESMA avvia e coordina le valutazioni, in tutta l'Unione europea, sulla ‘resilienza’ dei partecipanti ai mercati finanziari agli sviluppi negativi dei mercati, elaborando a tal fine metodologie comuni per valutare l'impatto sulla situazione finanziaria di un partecipante ai mercati finanziari e sugli investitori di particolari scenari economici, di particolari prodotti e della loro distribuzione (art.32 del Regolamento).

A ciò va aggiunto che il Regolamento stabilisce sedi istituzionalizzate di raccordo e di confronto stabile tra l'ESMA e le altre Autorità europee di vigilanza.

Tra queste, va senz'altro segnalato il Comitato congiunto delle Autorità europee di vigilanza, disciplinato dall'art. 54 del Regolamento, che funge da “forum” in cui l'Autorità [ESMA] coopera regolarmente e strettamente con l'EBA e l'EIOPA e assicura l'uniformità intersettoriale. Esso, peraltro, ai sensi dell'art. 20 del medesimo Regolamento, “agendo conformemente alla procedura di cui agli articoli 19 e 56, risolve le controversie intersettoriali che dovessero sorgere fra autorità competenti quali definite rispettivamente all'articolo 2, punto 2, del presente regolamento, del regolamento (UE) n. 1093/2010 e del regolamento (UE) n. 1094/2010”.

8.5. (Segue) I rimedi giustiziali

Congiuntamente alle altre Autorità europee di vigilanza finanziaria, l'ESMA partecipa alla costituzione di un peculiare organismo svolgente funzioni giustiziali, denominato commissione di ricorso ⁽²¹⁷⁾, a cui gli interessati, persone fisiche o giuridiche, incluse le Autorità nazionali di regolazione competenti, possono rivolgersi per comporre, in via stragiudiziale, le controversie eventualmente insorte tra essi e l'ESMA sulle decisioni da questa assunte nei loro confronti ai sensi degli artt. 17, 18 e 19 del Regolamento ovvero ai sensi degli atti dell'Unione europea elencati nell'art.1, par. 2, del Regolamento medesimo ⁽²¹⁸⁾.

Segnatamente, a mente dell'art. 60 del Regolamento, legittimata a presentare ricorso è qualsiasi persona fisica o giuridica che sia diretta destinataria di una decisione di vigilanza ovvero che sia riguardata direttamente e individualmente da una decisione presa nei confronti di un'altra persona ⁽²¹⁹⁾. In tale legittimazione sono ricomprese le Autorità nazionali di regolazione di settore, a condizione anch'esse che siano destinatarie dirette della decisione avverso cui intendono ricorrere o ne sia riguardate in modo diretto e individuale.

In sede di ricorso amministrativo risultano appellabili tutte le decisioni adottate dall'ESMA ai sensi degli artt. 17, 18 e 19 del Regolamento, nonché ogni altra decisione emanata sulla base della legislazione europea cui fa rinvio l'art.1, par. 2, del

⁽²¹⁷⁾ In argomento, si veda, tra gli altri, E. CHITI, *European Agencies Rulemaking: Powers, Procedures and Assessment*, in *European Law Journal*, 2013, 93 ss.; P. CHIRULLI- L. DE LUCIA, *Tutela dei diritti e specializzazione nel diritto amministrativo europeo. Le commissioni di ricorso delle agenzie europee*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, 2015.

⁽²¹⁸⁾ La commissione di ricorso, organismo congiunto delle Autorità europee di vigilanza sul sistema finanziario, è un organo collegiale perfetto composto da sei membri (due per ciascuna Autorità) scelti tra "persone di indubbio prestigio che abbiano dato prova delle conoscenze pertinenti e di esperienza professionale, anche nell'ambito della vigilanza, a livello sufficientemente elevato in campo bancario, assicurativo, delle pensioni aziendali e professionali, dei mercati azionari o altri servizi finanziari (...)", il cui incarico dura cinque anni, rinnovabile una sola volta. Le decisioni sono adottate con la maggioranza di almeno quattro dei suoi sei membri, che deve comprendere almeno uno dei membri della commissione di ricorso nominati dall'ESMA quando la decisione oggetto di ricorso riguardi atti dell'ESMA adottati ai sensi del Regolamento.

⁽²¹⁹⁾ La previsione rinviene la propria base legale precipuamente nell'art. 263, par. 5, TFUE, a mente del quale "gli atti che istituiscono gli organi e organismi dell'Unione possono prevedere condizioni e modalità specifiche relative ai ricorsi proposti da persone fisiche o giuridiche contro atti di detti organi o organismi destinati a produrre effetti giuridici nei loro confronti". Risulta pertanto privo di legittimazione attiva il terzo che contesti il dichiarato mancato avvio di attività ispettiva nei confronti di un'autorità di vigilanza nazionale per violazione della normativa dell'Unione (nella specie, ex art. 17 del regolamento n. 1093/2010) da parte dell'ESMA. (nella decisione *Investor Protection Europe v. ESMA* del 10 novembre 2014, il Board of appeal ha affermato che *whereas Article 263 of the TFEU provides for proceedings for a review by the Court, Article 60 of the ESMA Regulation provides for "an appeal" to the Board of Appeal. In the Board's experience, the distinction between a judicial review by a court, and an appeal to a specialist body or tribunal, is well understood in the field of financial regulation and supervision*". Invero, una "automatic application of limitations applicable to proceedings under Articles 263 and 265 TFEU is, in the Board's opinion, inappropriate in the case of a right of appeal under Article 60 of the ESMA Regulation (par. 38 e 39).

Regolamento stesso. In concreto, ai fini che qui rilevano, si tratta, in particolare, delle decisioni che l'ESMA adotta nell'esercizio dei compiti di vigilanza sulle agenzie di rating del credito, sulle vendite allo scoperto di derivati CDS (c.d. "short sellings") e sui c.d. "trade repositories" a essa attribuiti ⁽²²⁰⁾.

Non impugnabili, invece, risultano i progetti di norme tecniche di regolamentazione e di attuazione, elaborati dall'ESMA ai sensi, rispettivamente, degli articoli 10 e 15 del Regolamento e successivamente sottoposti alla Commissione ex artt. 290 e 291 TFUE, in quanto atti preparatori e a carattere generale e, come tali, privi del carattere della immediata lesività.

Il ricorso può essere presentato alla commissione di ricorso entro il termine decadenziale di due mesi dalla data di notifica o di pubblicazione del provvedimento.

Su istanza della parte ricorrente, e ove "le circostanze lo richiedano", la commissione di ricorso può sospendere l'esecuzione della decisione impugnata ⁽²²¹⁾.

Diversamente da quanto è previsto generalmente per gli organi di ricorso istituiti in seno ad altre agenzie europee, il Regolamento prevede che il procedimento contenzioso che si svolge davanti alla commissione di ricorso si concluda nel termine di due mesi dal suo avvio, senza prevedere alcuna conseguenza in caso di inosservanza del termine suddetto.

Il regolamento interno di procedura ha tentato di colmare tale "lacuna" specificando che la decorrenza del termine di che trattasi non coincide con la data di deposito del ricorso, bensì con il completamento della fase istruttoria del procedimento medesimo, che è comunicata alle parti dal Presidente della commissione di ricorso ⁽²²²⁾.

Con tale espediente, quindi, è stata scongiurata, nei fatti, la possibilità che la commissione di ricorso non si pronunci entro il termine stabilito dal Regolamento, ancorché questo decorra da una data diversa da quella fissata dal legislatore europeo.

⁽²²⁰⁾ In argomento, S. LOOSVELD, *Appeals against decisions of the European Supervisory Authorities*, in *Journal of international banking law and regulation*, Vol. 28, No. 1 (2013), p. 9-13

⁽²²¹⁾ In linea generale, il meccanismo rimediabile in esame assume i tratti di un procedimento contenzioso, con adeguata valorizzazione del principio del contraddittorio e del *due process*. Nel corso del procedimento, le parti possono presentare osservazioni orali, produrre testimonianze in forma scritta e, previa autorizzazione del collegio, allegare consulenze tecniche (art. 15 regolamento di procedura). L'istruttoria è retta dal principio della domanda; al collegio spettando la sola valutazione dell'ammissibilità dei mezzi di prova presentati dalle parti e del relativo valore probatorio (art. 17 regolamento di procedura).

⁽²²²⁾ Art. 20, *Rules of procedure*, nel quale si fa riferimento al momento in cui *the evidence is complete*.

Circa i limiti del sindacato e del potere decisorio a essa attribuito, diversamente dagli organi giustiziali incardinati presso altre agenzie europee, la commissione di ricorso esercita un controllo mero di legittimità dell'atto impugnato che non si estrinseca, ove detto controllo esiti nell'accertamento dell'illegittimità, nell'annullamento o nella dichiarazione di inefficacia ovvero ancora nella sostituzione dell'atto impugnato ⁽²²³⁾.

Nel caso, infatti, ravvisi la sussistenza di vizi di legittimità dell'atto impugnato, la commissione di ricorso può infatti soltanto impiegare la tecnica del “remand”, adottando una decisione motivata e inviarla al Consiglio delle Autorità di vigilanza dell'ESMA ai fini del riesame del provvedimento impugnato ⁽²²⁴⁾. In tale evenienza, tuttavia, il Consiglio delle Autorità di vigilanza sarebbe vincolato dalla decisione motivata della commissione di ricorso, nonché tenuto, stando al tenore letterale della disposizione del Regolamento che affronta questo aspetto, ad adottare una decisione modificata sul caso in questione ⁽²²⁵⁾.

Dalla mancanza in capo alla commissione di ricorso di poteri caducatori e sostitutivi e tenuto conto che il sindacato che essa svolge sull'atto impugnato non si estende al merito, discende la considerazione che la commissione di ricorso in discorso non agirebbe in piena “continuità funzionale” con il Consiglio delle Autorità di vigilanza.

In definitiva, il rimedio amministrativo giustiziale innanzi all'ESMA e alle altre Autorità europee di vigilanza del sistema finanziario, così sommariamente descritto, pare quindi divergere dal modello delineato dal legislatore europeo per le altre agenzie europee sotto molteplici aspetti, tra i quali: l'assenza in capo alla commissione di ricorso di poteri caducatori e/o sostitutivi nei confronti dell'atto impugnato; la latitudine del sindacato, circoscritta ai soli vizi di legittimità e nei limiti della domanda di ricorso; l'assenza di “continuità funzionale” tra la commissione di ricorso e il

⁽²²³⁾ In altri termini, le decisioni della commissione di ricorso non hanno effetti caducatori del provvedimento impugnato, né tantomeno effetti sostitutivi dello stesso.

⁽²²⁴⁾ Il vaglio della decisione impugnata avviene, infatti, nel rispetto del margine di discrezionalità attribuito all'Autorità (Cfr. decisione del 10 gennaio 2014, Global Private Rating Company “Standard Rating” Ltd v. ESMA, in cui il Joint Board of Appeal ha ritenuto che *with respect to the grounds raised by the appellant, the Board has to consider whether the respondent correctly applied the applicable Regulations and the other applicable instruments, whether the respondent was entitled to reach the refusal decisions, or was wrong to refuse registration, and whether the decision was vitiated by procedural irregularity or unfairness* (prf. 44).).

⁽²²⁵⁾ Art. 60, prf. 5, del Regolamento.

Consiglio delle Autorità di vigilanza dell'ESMA⁽²²⁶⁾; peculiarità procedurali inerenti alla composizione del collegio e alla durata del procedimento in questione ⁽²²⁷⁾.

Peraltro, da un punto di vista funzionale e teleologico, la *ratio* del rimedio amministrativo giustiziale in esame sembra essere maggiormente orientata non già a offrire una più ampia tutela ai soggetti amministrati, bensì a consentire all'ESMA di “esercitare meglio”, in sede di riedizione, il potere di cui dispone e, per tale via, di assicurare una migliore ponderazione e tutela dell'interesse pubblico affidatole in cura, anche in considerazione del dichiarato effetto conformativo che la pronuncia della commissione di ricorso avrebbe sul successivo esercizio del potere da parte dell'ESMA.

Infine, è interessante rilevare come la disciplina del contenuto e degli effetti degli atti decisorio della commissione di ricorso che si rinviene nel Regolamento fornisce elementi di conferma indiretta della natura prettamente discrezionale dell'attività esercitata dall'ESMA.

Come è stato osservato in maniera condivisibile, la circostanza che il contenuto decisorio dell'atto conclusivo del procedimento amministrativo giustiziale non possa spingersi oltre la conferma della legittimità dell'atto scrutinato ovvero l'accertamento, con pronuncia meramente dichiarativa, della sua illegittimità, con conseguente riespansione del potere decisorio del Consiglio delle Autorità di vigilanza, seppur conformato dal contenuto della decisione della commissione di ricorso, confermerebbe indirettamente l'esigenza di preservare “lo spazio di discrezionalità “politica” (in senso lato) garantito all'amministrazione”, a cui l'ordinamento europeo assegna, in via sostanzialmente esclusiva, la cura dell'interesse pubblico europeo alla stabilità e all'integrità del mercato finanziario unico europeo.

D'altronde, nel settore in esame, la limitata ampiezza del sindacato svolto dalla commissione di ricorso troverebbe spiegazione anche nella natura composita delle Autorità europee in questione, i cui organi decisionali, sul piano strutturale,

⁽²²⁶⁾ Come opportunamente ricordato dai commentatori, la teorica della continuità funzionale del procedimento di revisione, rispetto al procedimento di amministrazione attiva è stata sviluppata dalla Corte di giustizia in materia di opposizione alla registrazione dei marchi in seno alla commissione di ricorso dell'Ufficio per l'Armonizzazione nel Mercato Interno (UAMI). Si v. in particolare le sentenze Trib. primo grado, 8 luglio 1999, Baby Dry, T-163/98, par. 38-43; Trib. primo grado, 12 dicembre 2002, Procter & Gamble, T-63/01, par. 21; Trib. primo grado, 11 luglio 2006, Caviar Anzali c. UAMI, T-252/04, in part. 29 ss.)

⁽²²⁷⁾ Si è così affermato che le caratteristiche descritte “avvicinano questi organi maggiormente al modello di controllo di legittimità esercitato dalle corti europee, anziché a quello delle commissioni di ricorso istituite presso numerose agenzie europee”.

riproducono, al proprio interno, il bilanciamento e la composizione tra le istanze nazionali e sovranazionali, mentre, sul piano operativo, replicano le consuete molteplici forme di collaborazione e di scambio di informazioni tra le diverse Autorità che compongono il sistema.

A chiusura del sistema è, infine, previsto che avverso le decisioni della commissione di ricorso può essere proposta impugnazione innanzi alla Corte di Giustizia dell'UE, a norma dell'art 263 del TFUE ⁽²²⁸⁾

8.6. (Segue) Conclusioni.

L'analisi di alcuni aspetti salienti dei profili organizzativi dell'ESMA consente di svolgere in argomento alcune riflessioni conclusive.

Anzitutto, viene in rilievo il ruolo nuovo ricoperto dalle Autorità europee di regolazione in questo settore, che da componenti di un sistema composito di tipo (secondo alcuni) federale, sono progressivamente diventati organismi sempre più autonomi e sovraordinati alle Autorità nazionali di regolazione, muniti di un ampio novero di poteri e di un altrettanto ampio spettro di fattispecie che ricadono, direttamente o indirettamente, nel loro perimetro di competenza esclusiva ⁽²²⁹⁾. E ciò, come si è potuto notare, si manifesta in maniera assai significativa nell'ESMA

Merita, inoltre, essere segnalata non solo la 'latitudine', ma anche la 'qualità' dei poteri attribuiti all'ESMA: all'ampia gamma di strumenti autoritativi, quali autorizzazioni, licenze, controlli, rimedi, misure specifiche, sanzioni, di cui essa dispone, vanno ad aggiungersi le misure e i rimedi cautelari atipici di cui essa può disporre per fronteggiare casi di necessità e urgenza ⁽²³⁰⁾. E in questa ottica riveste particolare rilievo quanto affermato la Corte di giustizia dell'Unione europea, la quale, dietro lo schermo della necessaria natura tecnica dell'organismo europeo di vigilanza e

⁽²²⁸⁾ Art. 61, del Regolamento. Lo stesso prevede inoltre che l'ESMA "è tenuta a prendere i provvedimenti necessari per conformarsi alla sentenza della Corte di giustizia dell'Unione europea".

⁽²²⁹⁾ Il novero dei poteri attribuiti copre, infatti, tanto l'area della regolazione, quanto l'area della vigilanza e della supervisione.

⁽²³⁰⁾ A giudizio di L. TORCHIA, *op. cit.*, "Non si tratta, quindi, di un pieno ritorno alla regolazione conformativa d'antan, che prevedeva un controllo pervasivo e preclusivo ex ante sia sull'intermediario, sia sulle sue attività, ma siamo di fronte in ogni caso ad una regolazione di natura prescrittiva e all'attribuzione della capacità di intervento non solo di fronte a violazioni delle regole, ma di fronte al rischio anche solo potenziale di violazione o comunque di situazioni di crisi". (19 del dattiloscritto).

dei relativi poteri e dell'esistenza di tutta una serie di 'controlimiti', che ne riducono al minimo la discrezionalità nell'esercizio delle potestà amministrative a essa attribuite, ha, di fatto, legittimato la possibilità per l'ESMA di esercitare poteri conformativi e precettivi mediante l'espressione di atti che, a ben vedere, si connotano, per il loro significativo tasso di discrezionalità, già al momento, logicamente precedente alla decisione, della valutazione del fatto che, in diversi casi, è rappresentato dall'accertamento e valutazione di una situazione di rischio ⁽²³¹⁾

⁽²³¹⁾ In argomento, tra gli altri, G. CORSO, *Manuale di diritto amministrativo*, VII ed., Torino, 2015, 181 ss. Con specifico riferimento all'ESMA si veda P. NICOLAIDES – N. PREZIOSI, *Discretion and Accountability: The ESMA Judgment and the Meroni Doctrine*, Bruges European Economic Research Papers, 30/2014.

CAPITOLO IV

ACCENNI AI PROFILI FUNZIONALI DELLE AUTORITA' DI REGOLAZIONE DEI MERCATI FINANZIARI

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. Le fonti di disciplina dei mercati finanziari. Spunti ricostruttivi. - 3. La disciplina degli intermediari finanziari: gli obblighi di comportamento nei confronti degli investitori. - 3.1. (Segue) L'autorizzazione all'esercizio dei servizi d'investimento. - 4. La disciplina dei mercati regolamentati: l'autorizzazione alla gestione dei mercati e il controllo sul loro corretto funzionamento. - 5. Le competenze dirette dell'ESMA: la vigilanza sulle *credit rating agencies*. - 5. 1. (Segue) Cenni sulla vigilanza sulla vendita allo scoperto e di derivati CDS. - 6. Conclusioni.

1. Premessa

Esaminati i profili organizzativi, in questa sede l'attenzione verrà posta su due principali manifestazioni della potestà 'conformativa' di cui sono dotate le autorità pubbliche in esame nei confronti dei soggetti vigilati ovvero di altri soggetti del mercato ⁽²³²⁾.

L'approccio funzionale, in quanto fondato sulla considerazione congiunta dei poteri attribuiti alle autorità di regolazione e delle finalità con essi perseguite, consente infatti di meglio avvertire l'esistenza, nel settore in esame, di un'intrinseca complementarietà tra la funzione regolativa in senso stretto e quella di vigilanza, tale da contrassegnare l'intero sistema in maniera del tutto peculiare.

Si accoglie, quindi, in questa sede una nozione unitaria di funzione regolatoria, che implica la considerazione congiunta dei due profili sopra menzionati, la quale appare

⁽²³²⁾ Si veda, in tema di funzione amministrativa, oltre ai classici saggi di F. BENVENUTI, *Funzione amministrativa, procedimento, processo*, in Rivista trimestrale di diritto pubblico, 1952, 118 ss. e ID., *L'amministrazione oggettivata: un nuovo modello*, in Rivista trimestrale di scienze amministrative, 1978, 6 ss., U. ALLEGRETTI, *Pubblica amministrazione e ordinamento democratico*, in ID., *Amministrazione pubblica e costituzione*, Padova, 1996 (ma 1984), 100 ss., in part.105-111.

essere la più idonea a evidenziare la stretta interdipendenza che sussiste tra i due momenti di attività.

Ne discende, allora, l'avvertimento che il ricorso all'uso della locuzione 'vigilanza' contrapposta a quella di 'regolazione in senso stretto' che si farà nel prosieguo è motivato dall'esigenza di descrivere meglio l'oggetto di volta in volta esaminato: esso avrà pertanto una valenza descrittiva e non operativa ⁽²³³⁾.

Obiettivo dell'analisi che verrà svolta nei successivi paragrafi è di acquisire elementi per suffragare la tesi, in questa sede proposta, della natura discrezionale (ma vedremo in che precisi termini) dell'attività svolta da tali autorità.

In particolare, verranno affrontati, in maniera sintetica, gli aspetti maggiormente qualificanti la disciplina di settore relativa: da un lato, agli intermediari finanziari e ai mercati regolamentati, contenuta in varie disposizioni normative di rango primario e secondario, nazionali ed europee, su cui è competente la Consob; dall'altro, alle agenzie di rating (Credit Rating Agencies: CRAs) e agli operatori di mercato deputati allo stoccaggio di informazioni inerenti a transazioni finanziarie (Trade Repositories: TRs), in ordine ai quali è prevista una competenza diretta dell'ESMA.

Da tale analisi rimane quindi escluso un significativo ambito di disciplina, quale quella ad esempio relativo agli emittenti strumenti finanziari, alle società di revisione e ai promotori finanziari.

Tale scelta delimitativa è motivata dal fatto che l'analisi dei primi due settori che nel Testo Unico della Finanza precedono, nell'ordine, quello degli emittenti e delle società di revisione, nonché delle norme europee che attribuiscono all'ESMA potestà "conformative" dirette su specifiche categorie di operatori di mercato, assolve sufficientemente lo scopo prefissato.

⁽²³³⁾ Si accoglie quindi parzialmente la proposta definitoria di funzione regolatoria (dalla quale ci discostiamo in punto di individuazione dell'interesse pubblico sotteso a tale attività) utile sul piano descrittivo offerta da F. G. SCOCA, *Attività amministrativa*, in Enciclopedia del diritto, VI Agg., Milano, 2002, 76 ss., secondo il quale "l'attività di regolazione (...) consiste in un'azione continua di osservazione, regolazione, correzione delle attività che gli operatori del settore pongono in essere, al fine di farle svolgere in modo conforme ai principi e ai valori che di volta in volta vengono individuati dalla legge". Come opportunamente rileva D. SORACE, *Diritto delle amministrazioni*, cit., essa non è che la funzione più tradizionale delle pubbliche amministrazioni, cioè quella "diretta ad imporre la propria autorità perché le libertà costituzionali e comunque i diritti dei soggetti dell'ordinamento vengano esercitati senza pericolo per l'esistenza stessa o la salute e comunque per l'esercizio anche delle libertà e dei diritti degli altri" (70), risolvendosi quindi tanto nella limitazione delle libertà e dei diritti quanto "nella definizione dei poteri e delle facoltà che ne costituiscono il contenuto" (71) (Ma dello stesso A. vedi, in precedenza, *Pubblico e privato nella gestione dei servizi pubblici locali mediante società per azioni*, in Rivista trimestrale di diritto pubblico comunitario, 1997, 54-56).

Quest'ultimo, infatti, non è di dimostrare che ogni manifestazione dell'agire delle Autorità di regolazione dei mercati finanziari sia espressione di potestà discrezionale in senso proprio; esso, se si vuole, è più ristretto, poiché è teso a disvelare come importanti e significativi momenti dell'agire pubblico di tali Autorità siano connotati da discrezionalità non meramente tecnica.

In altri termini, nostro obiettivo in questa sede non è ricostruire minutamente l'ordinamento dei mercati finanziari, bensì individuare, attraverso l'analisi di alcuni profili della normativa settoriale, se i moduli tipici di esercizio della funzione, siano essi normativi o amministrativi, sottendono l'esistenza in capo alle Autorità di settore di potestà discrezionali in senso proprio.

In questa prospettiva, non sarà forse casuale che le principali ricostruzioni dei mercati finanziari riguardati dal punto di vista pubblicistico abbiano fondato la tesi della natura *tout court* "neutrale" dei poteri assegnati alle Autorità di regolazione di settore sull'analisi delle disposizioni concernenti gli obblighi informativi cui sono soggetti gli enti emittenti strumenti finanziari o le società quotate.

Da qui l'ulteriore subordinato intento perseguito, che è di dimostrare, indirettamente, che gli approdi ermeneutici da ultimo descritti sono parziali, si attagliano solo a definiti aspetti della complessa disciplina dei mercati finanziari, non hanno valenza generale, non costituiscono un canone interpretativo utile alla lettura e analisi degli ulteriori aspetti della disciplina considerata, hanno una forte connotazione ideologica e sono smentiti dall'evoluzione normativa e dalle tendenze in atto.

Ad ogni buon conto, prima di procedere oltre è opportuno accennare, per grandi linee, all'articolazione delle fonti dell'ordinamento dei mercati finanziari.

2. Le fonti di disciplina dei mercati finanziari. Spunti ricostruttivi

La fonte primaria di disciplina dei mercati finanziari si rinviene nelle copiose direttive comunitarie che, dalla fine degli anni settanta in poi, hanno provveduto ad

armonizzare le eterogenee regole che in ciascuno Stato membro governavano il settore⁽²³⁴⁾.

Pur non trovando un esplicito addentellato normativo nel Trattato di Roma, che non menziona, neppure nella sua versione attuale, alcun riferimento al mercato dei servizi finanziari, la produzione normativa comunitaria ha trovato la propria giustificazione nell'attuazione delle libertà fondamentali del Trattato, segnatamente la libertà di circolazione dei prodotti, dei servizi e dei capitali⁽²³⁵⁾.

La produzione normativa comunitaria si è così sviluppata principalmente lungo due direttrici.

La prima direttrice ha avuto a oggetto la disciplina della emissione e quotazione degli strumenti finanziari nei mercati regolamentati sotto i suoi più diversi profili, segnatamente per quel che riguarda le condizioni di ammissione in borsa dei valori mobiliari (dir. n. 79/279/CEE), il contenuto degli obblighi informativi mediante prospetto in occasione di offerta al pubblico (dir. n. 89/298/CEE) o quotazione (dir. n. 80/390/CEE), gli obblighi di *disclosure* in casi di acquisti di partecipazione al capitale di società quotate (dir. n. 88/627/CEE), il controllo dei bilanci da parte di società di revisione indipendenti (dir. n. 84/253/CEE) e così via⁽²³⁶⁾.

La seconda direttrice ha riguardato, invece, la disciplina degli intermediari finanziari.

Sotto questo profilo, il contenuto della normativa comunitaria è stato rivolto principalmente a incrementare i parametri di vigilanza prudenziale cui devono soggiacere gli intermediari che operano sul mercato. In tal direzione si sono poste, infatti, le direttive in materia di bilanci delle banche e degli istituti finanziari (dir. n. 86/635/CEE), di adeguatezza patrimoniale delle imprese d'investimento e degli enti creditizi (dir. n. 93/6/CEE) e di rafforzamento dei sistemi di vigilanza prudenziale su tutti i settori del sistema finanziario (dir. n. 95/26/CE).

La normativa comunitaria cui si è fatto cenno è stata integralmente tradotta nell'ordinamento nazionale con il d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, recante "Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21

⁽²³⁴⁾ Su una ricognizione del sistema delle fonti in materia si veda, tra gli altri, M. BESSONE, *Economia finanziaria, mercati mobiliari. I principi costitutivi di un ordinamento di settore e le garanzie della pubblica vigilanza*, in *Economia e diritto del terziario*, 1, 2002, 89 ss.

⁽²³⁵⁾ E. CARDI, *La Consob come istituzione comunitaria*, in *Studi in memoria di F. Piga*, Milano, 1992, 1157 ss.

⁽²³⁶⁾ Si veda, in proposito, A. PREDIERI, *Il nuovo assetto dei mercati finanziari e creditizi nel quadro della concorrenza comunitaria*, Milano, 1993; S. AMOROSINO, *Le amministrazioni di regolazione dei mercati finanziari e della concorrenza: gli elementi strutturali per un modello comune*, in *Studi in onore di Giuseppe Guarino*, I, Padova, 1998, 71 ss.

della legge 6 febbraio 1996, n. 52” (TUF), modificato, nel corso di quasi venti anni dalla sua entrata in vigore, da circa 70 provvedimenti legislativi, la maggior parte dei quali adottati per dare attuazione alle molteplici e articolate direttive comunitarie emanate dal Legislatore europeo nel corso degli anni.

Sul piano dell’ordinamento interno, quindi, il TUF costituisce la principale fonte di disciplina del settore ⁽²³⁷⁾. Ma se ciò può predicarsi sul piano formale, in ragione del rango primario della fonte in cui è racchiusa la disciplina in esame, sul piano sostanziale invece si riscontra che la fitta trama della normazione che riguarda i mercati finanziari è massimamente contenuta nei diversi regolamenti di “attuazione” del TUF e nella *soft law* (o *soft regulation*) adottati di volta in volta dalle Autorità nazionali competenti.

Difatti il complesso articolato del TUF, che si compone di circa 368 articoli e tre allegati, affianca a norme immediatamente applicative – che, sotto il profilo strutturale, possono essere qualificate, a seconda delle circostanze, incondizionate, condizionate o strumentali ⁽²³⁸⁾ - molteplici disposizioni di rinvio a norme di rango secondario cui spetta definire in concreto la disciplina, seppur in conformità dei principi e dei criteri fissati dalla disposizione di rinvio stessa. Peraltro, tali disposizioni di rinvio specificano altresì l’Autorità cui compete adottare la normativa secondaria, secondo la ripartizione delle attribuzioni “per finalità” tra le diverse Autorità di regolazione nazionali, e in quali casi ciascuna Autorità debba obbligatoriamente prendere parte al processo di produzione normativa di competenza di altra Autorità, in quanto “contitolare” della relativa competenza ovvero portatrice di interessi pubblici che debbono necessariamente confluire, ai fini della loro valutazione, nel procedimento di formazione dell’atto normativo da parte dell’Autorità procedente.

Sotto il profilo della tecnica legislativa, si avverte chiaramente come lo schema adottato per disciplinare il settore sia quello che affida alla legislazione primaria la

⁽²³⁷⁾ Anche se non la esaurisce. Alcune disposizioni che interessano il mercato finanziario si rinvencono, infatti, nel d.lgs. n.213/1998 (c.d. “decreto Euro”) per i profili concernenti la dematerializzazione degli strumenti finanziari, nonché nel Tuib (d.lgs. n.385/93, testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia) segnatamente nell’art.129 che pone limiti quantitativi all’emissione di valori mobiliari. Tale disposizione, pur avendo natura dispositiva in quanto prevede la possibilità di emissioni superiori al limite legale, previa comunicazione alla Banca d’Italia, attribuisce al contempo alla Banca d’Italia, in conformità delle deliberazioni del CICR, poteri impeditivi di emissioni superiori al limite legale se ciò lo richieda la stabilità e l’efficienza del mercato dei valori mobiliari).

⁽²³⁸⁾ Si usa, quindi, la classificazione delle norme fondata sul loro diverso “grado di prescrittività” proposta da N. BOBBIO, *Norma giuridica*, Nuovissimo Digesto Italiano, XI, Torino, 330-337, in part.336.

definizione dei ‘principi’ o degli ‘obiettivi’ della regolazione, delegando invece la posizione della normativa sostanziale alle Autorità preposte al settore ⁽²³⁹⁾.

La normativa di rango secondario è, quindi, quantitativamente prevalente rispetto a quella di rango primario ed è a essa che occorre fare riferimento per avere contezza della ampiezza della complessa disciplina dei mercati finanziari e delle condizioni e dei limiti che essa pone ai soggetti che vi operano ⁽²⁴⁰⁾.

Questi brevi cenni in merito alle fonti che governano il settore dei mercati finanziari ci introduce, così, all’esame della disciplina relativa di cui ci occuperemo nei prossimi paragrafi, non senza però prima sottolineare che le regole puntuali di disciplinamento del settore non solo originano dall’ordinamento europeo, ma con sempre maggiore frequenza vengono adottate con atti che non richiedono più la necessaria “intermediazione” dell’atto legislativo interno di recepimento, ma semmai eventualmente l’adozione dei soli atti normativi o amministrativi di attuazione e/o esecuzione, di natura regolamentare o di soft law, per armonizzare e rendere coerente il tessuto normativo interno al quadro regolatorio definito di volta in volta a livello sovranazionale ⁽²⁴¹⁾.

⁽²³⁹⁾ Si tratta, in buona sostanza, del noto fenomeno della “delegificazione”, in auge nella seconda metà degli anni novanta del secolo scorso. Nello specifico, le disposizioni in questione sarebbero ascrivibili al novero delle norme di delegificazione: si veda, in proposito, M. RUOTOLO, *A proposito di regolamenti ministeriali in delegificazione*, in *Osservatorio sulle fonti. Speciale – La delegificazione ed i decreti di natura non regolamentare*, 3/2011. Sul potere regolamentare della Consob, ante Testo Unico, M. S. GIANNINI, *Consob*, in G. M. FLICK (a cura di), *Consob. L’istituzione e la legge penale*, Milano, 1987, 53 ss.; N. MARZONA, *L’amministrazione pubblica del mercato mobiliare*, Padova, 1988; E. CARDI, *La Consob come istituzione. Note sulla soggettività giuridica della Commissione nazionale per le società e la Borsa*, in *Scritti in onore di M. S. Giannini*, Milano, 1988, I, 265 ss., in part.274; G. DE MINICO, *Lineamenti del potere regolamentare della Consob*, in U. DE SIERVO (a cura di), *Osservatorio sulle fonti 1996*, Torino, 1996, 203 ss.

⁽²⁴⁰⁾ Per quanto qui di interesse, il riferimento è ai Regolamenti Consob n. 11971/1999, in materia di emittenti, n. 16190/2007, in materia di intermediari, n. 16191/2007, in materia di mercati, n. 17130/2010, in materia di consulenti finanziari, n. 17221/2010, in materia di operazioni con parti correlate; n. 18592/2013, in materia di raccolta di capitali di rischio da parte di start up innovative tramite portali on-line; ai provvedimenti Banca d’Italia/Consob 29.10.2007 in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio; 22.2.2008, recante la disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione. A tali norme secondarie si devono, tra l’altro, aggiungere una serie di atti atipici (atti interpretativi, note, risposta a quesiti, comunicazioni, linee guida etc.) che sono definiti norme *terziarie* perché hanno la capacità di orientare comunque l’azione dei soggetti sottoposti alla regolazione nel senso indicato da tali atti. Su queste ultime fonti si rinvia a quanto esposto nel capitolo II.

⁽²⁴¹⁾ Non è questa la sede per trattare delle modalità con cui il diritto dell’Unione europea riceve attuazione nell’ordinamento nazionale. Basti rammentare, in proposito, che a ciò è dedicata la legge 24 dicembre 2012, n. 234, che contempla, quali principali strumenti di attuazione, la legge di delegazione europea, cui è affidato il compito di contenere le deleghe legislative al Governo per il recepimento degli atti normativi europei non direttamente applicabili, e la legge europea, che è configurata quale strumento cui fare ricorso nel caso in cui sia richiesto un adeguamento diretto al diritto europeo. Su questi temi si rinvia, per tutti, a M. ROSINI, *L’attuazione del diritto dell’Unione europea nel più recente periodo: legge di delegazione*

A tale livello, pertanto, occorre massimamente rivolgere l'attenzione per cogliere, attraverso la comprensione delle dinamiche sottese ai meccanismi di produzione normativa, i contorni del disegno, in continuo divenire, che è alla base della complessa disciplina di cui si tratta e che, allo stato attuale, consiste nella creazione di un effettivo mercato unico dei capitali ⁽²⁴²⁾.

3. La disciplina degli intermediari finanziari: gli obblighi di comportamento nei confronti degli investitori

Come anticipato, il TUF è contrassegnato da molteplici di disposizioni di rinvio al potere regolamentare della Consob e della Banca d'Italia (e in misura assai minore del Ministero dell'economia e delle finanze) per la fissazione della disciplina sostanziale degli intermediari ⁽²⁴³⁾.

Nella parte del TUF dedicata alla disciplina degli intermediari ⁽²⁴⁴⁾ riscontriamo, infatti, una moltitudine d'ipotesi nelle quali alle predette Autorità è rimessa la determinazione in via regolamentare della disciplina di settore.

L'attribuzione di potestà regolamentare alla Consob si rinviene, per esempio, nell'art. 6, co.2 e 2-*quater*, in tema di obblighi dei soggetti abilitati in materia di

europa e legge europea alla luce della prassi applicativa, in Osservatorio sulle fonti. *Speciale – The implementation of EU Law in Member States*, 2/2017; ID., *Legge di delegazione europea e legge europea. Contributo allo studio dell'attuazione del diritto dell'Unione europea nel più recente periodo*, Napoli, 2017.

⁽²⁴²⁾ D'altronde, l'art. 2, co.1, TUF è inequivoco nello stabilire che le Autorità di settore, ciascuna per la parte di propria competenza (Ministero dell'economia e delle finanze, Banca d'Italia e Consob), esercitano i poteri di cui dispongono *in armonia* con le disposizioni dell'Unione europea, *applicano* i regolamenti e le decisioni dell'Unione europea e *provvedono* in merito alle raccomandazioni concernenti le materie disciplinate dal TUF.

⁽²⁴³⁾ Per l'analisi dettagliata delle disposizioni qui richiamate si rinvia a tanti commentari del TUF in commercio. Tra questi ricordiamo C. RABITTI BEDOGNI (a cura di) *Il Testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D. Lgs. 24 febbraio 1998, n.58*, Milano, 1998; P. MARCHETTI–L.A. BIANCHI, *La disciplina delle società quotate nel Testo unico della finanza, d.lgs. 24 febbraio 1998, n.58. Commentario*, Milano, 1999; F. CAPRIGLIONE (a cura di) *Disciplina delle banche e degli intermediari finanziari*, Padova, 2000. Da ultimo, M. FRATINI – G. GASPARRI (a cura di), *Il Testo unico della finanza*, Torino, 2012; F. VELLA (a cura di), *Commentario T.U.F.*, Torino, 2012; F. ANNUNZIATA, *Il Testo Unico della finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, Milano, 2015.

⁽²⁴⁴⁾ Sarà utile ricordare che per intermediari (*rectius*: soggetti abilitati) s'intendono, in base all'art.1, co.1, lett. r), TUF: "Le Sim, le imprese di investimento comunitarie con succursale in Italia, le imprese di investimento extracomunitarie, le Sgr, le società di gestione UE con succursale in Italia, le Sicav, le Sicaf, i GEFIA UE con succursale in Italia, i GEFIA non UE autorizzati in Italia, i GEFIA non UE autorizzati in uno Stato dell'UE diverso dall'Italia con succursale in Italia, nonché gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 106 del Testo unico bancario e le banche italiane, le banche comunitarie con succursale in Italia e le banche extracomunitarie, autorizzate all'esercizio dei servizi o delle attività di investimento".

trasparenza e correttezza dei comportamenti e relativi casi di esenzione; nell'art.19, co.3 e 3-ter, in materia di procedura di rilascio dell'autorizzazione all'esercizio dei relativi servizi da parte delle Sim; nell'art. 26, co. 4 e 8, in materia di fissazione delle condizioni e delle procedure che devono essere rispettate dalle Sim per essere ammesse a prestare negli altri Stati UE i servizi ammessi a mutuo riconoscimento, conformemente alle relative norme tecniche di regolamentazione e di attuazione emanata dalla Commissione ai sensi della direttiva 2014/65/UE, e quelli non ammessi a mutuo riconoscimento; nell'art. 27, co. 3 e 4, relativi, rispettivamente, alla disciplina delle procedure che le imprese di investimento dell'UE devono rispettare per prestare nel territorio della Repubblica i servizi ammessi al mutuo riconoscimento, ivi incluse quelle relative alle eventuali richieste di modifica, da parte della Consob, delle disposizioni riguardanti le succursali da stabilire nel territorio italiano, e all'autorizzazione all'esercizio di attività non ammesse al mutuo riconoscimento comunque effettuato da parte delle imprese di investimento dell'UE nel territorio italiano; nell'art. 30, co. 5, in materia di fissazione delle caratteristiche che devono possedere i prodotti, diversi dagli strumenti finanziari e dai servizi e attività di investimento, che le imprese di investimento possono offrire fuori sede; nell'art. 31, co. 6, riguardo alla fissazione dei principi e criteri operativi per il funzionamento dell'organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede; nell'art. 42, co. 3, in ordine agli obblighi informativi a carico dei soggetti che commercializzano in Italia quote o azioni di OICVM UE; nell'art. 44, co. 4, in materia di procedure per il rilascio dell'autorizzazione ai gestori di FIA UE e FIA non UE che commercializzano nello Stato di origine dei FIA medesimi alcune specifici strumenti finanziari a certe categorie di investitori; nell'art. 45, co. 5, riguardo agli obblighi informativi posti alle Sgr relativamente all'acquisizione di partecipazioni rilevanti o di controllo di società non quotate; e così via.

Altrettanto a dirsi per la Banca d'Italia, il cui potere regolamentare in materia è riconosciuto ad esempio dall'art.6, co.1, in tema di fissazione delle norme in materia di contenimento dei rischi e di adeguatezza patrimoniale degli intermediari; dall'art. 15, co.5, in tema di autorizzazione all'acquisto da parte degli intermediari di partecipazioni qualificate; dall'art. 32, co.3, in materia di procedura di autorizzazione dei soggetti abilitati a esercitare in via professionale il servizio di gestione collettiva del risparmio; dall'art. 33, co. 5, in ordine alla disciplina delle attività delle predette società di gestione

collettiva del risparmio; dall'art. 34, co. 3, in materia di procedura di autorizzazione e di ipotesi di decadenza dalla stessa delle società di gestione del risparmio; dall'art. 35, co. 2, riguardo alla procedura di autorizzazione e alla fissazione delle ipotesi di decadenza dalla relativa autorizzazione per la costituzione delle Sicav e delle Sicaf; dall'art. 40, co. 2, in materia di autorizzazione e regole di funzionamento delle strutture master-feeder di Oicr italiani; dall'art. 40-*bis*, co. 2, riguardo all'autorizzazione alla fusione e scissione di Oicr italiani e correlati obblighi informativi; e così via.

Spetta invece al Ministero dell'economia e delle finanze, come ricordato in precedenza, fissare, con regolamento, i criteri generali cui devono uniformarsi gli Organismi di investimento collettivo del risparmio italiani (Oicr) ⁽²⁴⁵⁾.

La latitudine della potestà regolamentare attribuita dal TUF alle Autorità di settore, rende evidente la difficoltà di poterne dare conto in maniera dettagliata.

D'altronde, una descrizione di quale corso abbiano avuto tutte le disposizioni di rinvio previste in questa parte del TUF significherebbe trasformare questo scritto in un commentario alle disposizioni regolamentari emanate sulla base del Testo Unico: il che esula dal nostro intento.

Per questa ragione, si è quindi optato per trarre, dal corposo numero di disposizioni di rinvio, alcune tra esse che si ritiene siano esplicative del modo in cui le Autorità di settore giungono a conformare sostanzialmente l'attività economica dei soggetti vigilati ⁽²⁴⁶⁾.

Una tra queste è la disposizione di cui all'art. 6 TUF, intitolata alla vigilanza regolamentare, che più di altre può ritenersi paradigmatica di quanto ampio sia l'ambito di scelte sostanziali che è rimesso alle Autorità di settore, nel caso di specie la Consob e la Banca d'Italia ⁽²⁴⁷⁾.

⁽²⁴⁵⁾ Si definisce tale l'organismo istituito per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio è raccolto tra una pluralità di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni, gestito in monte nell'interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi nonché investito in strumenti finanziari, crediti, inclusi quelli erogati, a favore di soggetti diversi da consumatori, a valere sul patrimonio dell'OICR, partecipazioni o altri beni mobili o immobili, in base a una politica di investimento predeterminata (art. 1, co.1, lett. k), TUF).

⁽²⁴⁶⁾ Va sottolineato che, in linea generale, le Autorità di regolazione svolgono un'accurata attività istruttoria, sovente in costruttivo contraddittorio con i destinatari dell'atto regolamentare, in ragione sia della 'fluidità' della materia dei mercati finanziari, tale da richiedere un'approfondita conoscenza dell'oggetto su cui la regolazione andrà alla fine a incidere, sia dell'apprezzamento e comprensione della capacità degli emanandi atti di regolazione di correggere le "distorsioni" che ne giustificano l'intervento stesso. Sull'attività conoscitiva delle amministrazioni pubbliche è d'obbligo il rinvio allo studio di F. LEVI, *L'attività conoscitiva della pubblica amministrazione*, Torino, 1967.

⁽²⁴⁷⁾ La disposizione in parola, a sua volta, è esplicativa della disposizione 'cardine' dell'intero sistema, l'art. 5 TUF, la quale dispone, come detto in altra parte del presente lavoro, una ripartizione di

L'art.6, co. 1 e 2, TUF attribuisce, infatti, rispettivamente alla Banca d'Italia e alla Consob, potestà regolamentare per disciplinare aspetti relativi tanto alla struttura quanto all'attività degli intermediari sottoposti a vigilanza.

Per quel che concerne la disciplina degli aspetti strutturali, siccome strettamente correlati all'esigenza di garantire la sana e prudente gestione, la disposizione citata intesta alla Banca d'Italia la relativa competenza; per contro, la disciplina dei profili più esplicitamente destinati ad assicurare la trasparenza interna della struttura societaria sono attribuiti al potere regolamentare della Consob.

Più in dettaglio, la potestà regolamentare della Banca d'Italia e della Consob in materia si sviluppa lungo due direttrici: l'una ha a oggetto gli intermediari riguardati sotto il loro profilo organizzativo-strutturale; l'altra si interessa agli intermediari dal punto di vista della loro operatività nei confronti dei soggetti destinatari delle prestazioni di servizi e di attività di investimento resi.

Per quel che riguarda la potestà regolamentare della Banca d'Italia, essa provvede a disciplinare gli aspetti relativi all'adeguatezza patrimoniale, al contenimento e frazionamento del rischio, alle partecipazioni detenibili dei soggetti abilitati ⁽²⁴⁸⁾, nonché l'informativa che quest'ultimi devono rendere al pubblico su dette materie e sul governo societario, l'organizzazione amministrativa e contabile, i controlli interni e i sistemi di remunerazione e di incentivazione ⁽²⁴⁹⁾.

La regolamentazione della Consob, da parte sua, è diretta a disciplinare gli obblighi dei soggetti abilitati in materia di trasparenza e correttezza dei comportamenti, "tenuto conto delle differenti esigenze di tutela degli investitori connesse con la qualità e l'esperienza professionale dei medesimi". Segnatamente, si prevedono, per quel che riguarda il profilo della trasparenza: a) obblighi informativi nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento, nonché nella gestione collettiva del risparmio, riguardanti anche la diffusione di comunicazioni pubblicitarie e promozionali e di

competenze tra Consob e Banca d'Italia in relazione alle diverse finalità che le due Autorità sono tenute a realizzare.

⁽²⁴⁸⁾ Con specifico riferimento agli Oicr, la disciplina regolamentare concerne anche i criteri e i divieti relativi all'attività di investimento, avuto riguardo anche ai rapporti di gruppo; gli schemi tipo e le modalità di redazione dei prospetti contabili di periodica redazione; i metodi di calcolo del valore delle quote o azioni di Oicr; i criteri e le modalità da adottare per la valutazione dei veni e dei valori in cui è investito il patrimonio e la periodicità della valutazione.

⁽²⁴⁹⁾ Cui si aggiunge il potere di fissare obblighi aggiuntivi per i soggetti abilitati autorizzati all'esercizio dei servizi e delle attività di investimento in materia di modalità di deposito e di sub-deposito degli strumenti finanziari e del denaro di pertinenza della clientela.

ricerche in materia di investimenti; b) obblighi di comunicazione ai clienti relativi all'esecuzione degli ordini, alla gestione dei portafogli, alle operazioni con passività potenziali e ai rendiconti di strumenti finanziari o delle disponibilità liquide dei clienti detenuti dall'impresa; c) obblighi informativi nei confronti degli investitori in FIA italiani, dei FIA UE e dei FIA non UE ⁽²⁵⁰⁾. Per quel che concerne la correttezza dei comportamenti, si stabiliscono: a) obblighi di acquisizione di informazioni dai clienti o da potenziali clienti ai fini della valutazione di adeguatezza o appropriatezza delle operazioni o dei servizi forniti; b) obblighi in materia di gestioni degli ordini; c) misure per eseguire gli ordini alle condizioni più favorevoli per i clienti; d) le condizioni alle quali possono essere corrisposti o percepiti incentivi; e) obblighi di assicurare che la gestione dei portafogli individuale e collettiva avvenga nel rispetto delle specifiche esigenze rispettivamente del singolo investitore e dell'Oicr interessato.

Infine, a un regolamento congiunto tra Consob e Banca d'Italia è rimessa la definizione di ulteriori obblighi a carico dei soggetti abilitati, con riferimento alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento, relativi alla *governance* societaria, alla continuità dell'attività, alla gestione del rischio di impresa, all'audit interno, alla responsabilità dell'alta dirigenza e tutti gli altri profili aziendali che ineriscono l'attività per cui è parola.

I regolamenti attuativi della disposizione del TUF in esame si caratterizzano per un folto numero di norme a contenuto conformativo. Al di là di quelle meramente tecniche, che trovano posto negli allegati dei regolamenti, le norme in questione pongono, infatti, a carico degli intermediari ⁽²⁵¹⁾una serie di puntuali obblighi negativi

⁽²⁵⁰⁾ Si tratta di fondi comuni di investimento, Sicav e Sicaf rientranti nell'ambito di applicazione della direttiva 2011/61/UE costituiti rispettivamente in Italia, in un altro Stato dell'Ue e in uno Stato extra-Ue (art. 1, co.1, lett. m-ter), m-quinquies), m-sexies), TUF).

⁽²⁵¹⁾ La definizione di "intermediario" contenuta nel Regolamento è più ampia di quella attualmente contenuta nel TUF di "soggetto abilitato". Ai sensi dell'art. 26, co. 1, lett. b), del Regolamento Intermediari, infatti, si intendono per "intermediari: le Sim, ivi comprese le società di cui all'articolo 60, comma 4, del decreto legislativo n. 415 del 1996, le banche italiane autorizzate alla prestazione di servizi e di attività di investimento, gli agenti di cambio, gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'art. 107 del decreto legislativo n. 385 del 1993 autorizzati alla prestazione di servizi di investimento, le società di gestione del risparmio autorizzate anche alla prestazione del servizio di gestione di portafogli, del servizio di consulenza in materia di investimenti e del servizio di ricezione e trasmissione di ordini, le società di gestione UE che prestano in Italia, mediante stabilimento di succursale, il servizio di gestione di portafogli e il servizio di consulenza in materia di investimenti, i GEFIA UE con succursale in Italia, che prestano il servizio di gestione di portafogli, il servizio di consulenza in materia di investimenti e il servizio di ricezione e trasmissione di ordini, la società Poste Italiane – Divisione Servizi di Banco Posta autorizzata ai sensi dell'articolo 2 del decreto del Presidente della Repubblica n. 144 del 14 marzo 2001, le imprese di investimento e le banche comunitarie con succursale in Italia,

e positivi che si risolvono in una compressione significativa della loro autonomia organizzativa e operativa, con conseguenti effetti conformativi sulle modalità concrete di prestazione dei servizi a cui sono autorizzati.

Esemplari in proposito sono le disposizioni contenute nel Libro III, parte II del regolamento Consob adottato con delibera n.16190 del 29 ottobre 2007 e ss.mm. (Regolamento Intermediari), con cui è stabilita una serie di obblighi di comportamento⁽²⁵²⁾ a cui sono tenuti gli intermediari nell'interesse degli investitori e dell'integrità del mercato.

Tra questi può annoverarsi, ad esempio, l'obbligo dell'intermediario di fornire ai clienti o potenziali clienti informazioni, che ineriscono all'impresa di investimento stessa, agli strumenti finanziari e alla strategia di investimento proposte, alle sedi di esecuzione e ai costi e oneri connessi, "corrette, chiare e non fuorvianti" ovvero "appropriate"⁽²⁵³⁾, di guisa che i clienti possano assumere decisioni in materia di investimenti "in modo consapevole" (art. 27). Affinché possano considerarsi "corrette, chiare e non fuorvianti", tali informazioni devono soddisfare alcune condizioni che stabiliscono gli artt. 28 - 34 del Regolamento in esame, le più rilevanti delle quali sono senz'altro quella della "comprensibilità" del loro contenuto in tutti i suoi aspetti per l'investitore medio del gruppo al quale sono dirette, della "comparabilità" dei dati di raffronto eventualmente presentati nella documentazione a corredo dei servizi offerti, e della "utile tempestività" della loro messa a disposizione.

Complementari a quelli sopra descritti sono gli obblighi a carico degli intermediari di "profilare" i clienti (anche potenziali) prima di offrire loro servizi di consulenza in materia investimenti e di gestione di portafogli ovvero offrire o eseguire servizi e attività di investimento diversi. Tali obblighi assolvono la funzione di evitare che i possibili interessati a operazioni di investimento siano destinatari di raccomandazioni sull'acquisto di servizi di investimento e di strumenti finanziari non adatti, sul piano soggettivo (es. propensione al rischio) e oggettivo (es. capacità patrimoniale, livello di istruzione) alle proprie caratteristiche (art. 39, Regolamento Intermediari).

nonché le imprese di investimento e le banche extracomunitarie comunque abilitate alla prestazione di servizi e di attività di investimento in Italia".

⁽²⁵²⁾ Già indicati come criteri generali dall'art.21 TUF.

⁽²⁵³⁾ Ai sensi dell'art. 27, co.2, Regolamento Intermediari, per informazioni "appropriate" si intendono quelle sulla cui base un cliente o potenziale tale possa ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari interessati e i rischi a essi connessi.

Le informazioni che l'intermediario ha l'obbligo di acquisire dal cliente ⁽²⁵⁴⁾ sono, pertanto, funzionali a valutare, da un lato, la “adeguatezza” per il cliente della specifica operazione di investimento consigliata o realizzata nel quadro della prestazione del servizio di gestione di portafogli, avuto riguardo agli obiettivi di investimento perseguiti dal cliente stesso, alla sua capacità finanziaria di sopportare qualsiasi rischio connesso all'investimento proposto, compatibilmente con i propri obiettivi di investimento, e alle conoscenze ed esperienza possedute per comprendere i rischi inerenti all'operazione o alla gestione del suo portafoglio di cui si tratta (art. 40, Regolamento Intermediari); dall'altro, la “appropriatezza” per il cliente della singola operazione di investimento che egli intende effettuare o di cui intende ordinare l'esecuzione o che gli è stata proposta, avuto riguardo al livello di esperienza e conoscenza posseduto per comprendere appieno i rischi che lo strumento o il servizio di investimento offerto o richiesto comporta (artt. 41 e 42, Regolamento Intermediari)⁽²⁵⁵⁾.

Sempre con riguardo agli obblighi di comportamento nei confronti degli investitori, meritano una menzione anche quelli che concernono la fase di esecuzione e di ricezione e trasmissione degli ordini di investimento per conto dei clienti.

Invero, agli intermediari è fatto anzitutto obbligo di adottare una “strategia” di esecuzione e di ricezione e trasmissione degli ordini ricevuti, finalizzata da un lato, a individuare e selezionare sedi di esecuzione degli ordini ricevuti che “permettono di ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile per l'esecuzione degli ordini del cliente”; dall'altro, a orientare il cliente nella scelta delle sedi tra quelle così individuate ⁽²⁵⁶⁾. La preventiva selezione delle sedi di esecuzione è ritenuta infatti una delle condizioni necessarie perché si realizzi, per i clienti, “il miglior risultato possibile”

⁽²⁵⁴⁾ Pena l'obbligo di astenersi dal prestare i menzionati servizi (art. 39, co.6, Regolamento Intermediari).

⁽²⁵⁵⁾ Le valutazioni di “adeguatezza” e di “appropriatezza” sono facoltative per gli intermediari nel caso di prestazione di servizi di esecuzione di ordini per conto dei clienti o di ricezione e trasmissione ordini (c.d. mera esecuzione o ricezione di ordini) che: abbiano a oggetto azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato o in un mercato equivalente in un paese terzo; strumenti del mercato monetario, obbligazioni o altri titoli del debito (escluse le obbligazioni o i titoli di debito che incorporano uno strumento derivato), OICR armonizzati e altri strumenti finanziari non complessi (quali definiti dall'art. 44 del Regolamento Intermediari); siano stati prestati su iniziativa del cliente (anche potenziale), previamente e chiaramente informato dall'intermediario che, non essendo esso tenuto, nel prestare detto servizio, a valutare l'appropriatezza dell'operazione richiesta, egli non beneficia della protezione prevista dalle relative norme; l'intermediario rispetti gli obblighi in materia di conflitti di interessi.

⁽²⁵⁶⁾ Per i clienti al dettaglio la selezione è eseguita in ragione del corrispettivo totale che lo stesso verrà a sopportare, costituito dalla somma tra il prezzo di acquisto dello strumento e il costo complessivo relativo al servizio di esecuzione (art. 45, co.5, Regolamento Intermediari).

nell'esecuzione e nella ricezione e trasmissione degli ordini ricevuti dall'intermediario (c.d. *best execution*), il quale, a questo specifico fine, è tenuto ad adottare "tutte le misure ragionevoli" e mettere in atto "meccanismi efficaci", prendendo in considerazione le caratteristiche del cliente, dell'ordine, degli strumenti finanziari che ne sono oggetto e, per l'appunto, delle sedi di esecuzione a cui l'ordine può essere diretto (artt. 45 e 48, Regolamento Intermediari).

Inoltre, gli intermediari sono tenuti a fornire informazioni appropriate ai propri clienti sulla strategia di esecuzione degli ordini e di ricezione e trasmissione degli stessi adottata e ad acquisire da essi il consenso preliminare sulla strategia medesima ⁽²⁵⁷⁾

Analoghi obblighi sono previsti a carico degli intermediari per la trattazione di ordini per conto dei clienti ⁽²⁵⁸⁾ e per la rendicontazione dei servizi prestati, riguardo al quale il Regolamento detta una dettagliata disciplina della tipologia di informazioni che gli intermediari, a seconda del servizio erogato, sono tenuti a comunicare ai propri clienti.

3.1. (Segue). L'autorizzazione all'esercizio dei servizi d'investimento.

Un particolare interesse, rispetto ai temi qui trattati, riveste anche la disciplina relativa all'accesso al mercato dei servizi d'investimento. Essa rinvia la propria fonte principalmente in atti legislativi europei e, per una parte consistente e significativa, in disposizioni regolamentari poste dalle autorità nazionali di regolazione e, in particolare, dalla Consob ⁽²⁵⁹⁾.

Principiando dall'analisi delle fonti normative nazionali, va in primo luogo osservato che il regime sostanziale che inerisce all'esercizio di attività di prestazione di servizi d'investimento e di gestione del risparmio collettivo e la disciplina dei relativi procedimenti autorizzatori sono delineati, nei loro tratti essenziali, dalle disposizioni collocate nel Titolo II e III della Parte II del TUF.

⁽²⁵⁷⁾ Per l'esecuzione degli ordini al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione, occorre il consenso preliminare esplicito del cliente, che può essere di carattere generale ovvero speciale in relazione a ciascuna singola operazione (art. 46, co. 2, Regolamento Intermediari).

⁽²⁵⁸⁾ Artt. 49- 51 del Regolamento Intermediari.

⁽²⁵⁹⁾ La procedura di autorizzazione stessa trova, infatti, posto rispettivamente nel Regolamento Intermediari, in parte esaminato nel paragrafo precedente, e nel Provvedimento della Banca d'Italia 1° luglio 1998 e ss., atti ai quali si dovrà necessariamente fare riferimento nel prosieguo.

L'art. 18, con cui si apre il Titolo II, al suo primo comma, contiene l'elenco dei soggetti cui è riservato l'esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi e delle attività di investimento, nella specie individuate nelle imprese d'investimento⁽²⁶⁰⁾ e nelle banche. Il medesimo articolo, nei successivi commi, e gli artt. 18-bis e 18-ter specificano poi che altri soggetti possono prestare particolari servizi di investimento a date condizioni: si tratta delle Sgr, degli intermediari iscritti nell'elenco previsto dall'art. 107 TUB, delle società di gestione di mercati regolamentati⁽²⁶¹⁾ e dei consulenti e delle società di consulenza finanziaria⁽²⁶²⁾.

Dal canto suo, la disposizione con cui esordisce il Titolo III del TUF pone anch'essa una riserva di attività, in favore di specifiche categorie di operatori di mercato, relativamente al servizio di gestione collettiva del risparmio. L'art. 32-quater, infatti, riserva l'esercizio professionale di tale tipologia di servizio alle Sgr, alle Sicav, alle Sicaf, alle società di gestione UE che gestiscono OICVM italiani, ai GEFIA UE e ai GEFIA non UE che gestiscono un FIA italiano (co.1). In particolare, le Sgr gestiscono il patrimonio e i rischi degli organismi collettivi di raccolta del risparmio (Oicr) e amministrano e commercializzano le quote degli organismi che gestiscono (o che sono gestiti da terzi), mentre le Sicav e le Sicaf prestano il servizio in questione in relazione al patrimonio raccolto mediante l'offerta di azione proprie.

Così individuati i principali soggetti cui è riservata la prestazione di servizi e attività di investimento, il loro esercizio è tuttavia subordinato al rilascio, da parte di una delle Autorità di settore sopra menzionate, di apposita autorizzazione, la cui disciplina generale è contenuta nel TUF, rispettivamente nell'art.19 per le Sim e negli artt.34 e 35 -*bis* per le Sgr, le Sicav e le Sicaf, mentre quella dettaglio trova analitica specificazione

⁽²⁶⁰⁾ Ai sensi dell'art. 1, co. 1, lett. h), TUF, le imprese di investimento sono le Sim e le imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie.

⁽²⁶¹⁾ Difatti le Sgr possono prestare professionalmente nei confronti del pubblico il servizio di gestione di portafogli e di consulenza in materia di investimenti (art. 18, co. 2, che richiama l'art.1, co.5, lett.d) e f); gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco di cui all'art.107 TUB, invece, i servizi di negoziazione per conto proprio di strumenti derivati, di esecuzione di ordini per conto dei clienti, e di sottoscrizione e/o collocamento con o senza assunzione a fermo ovvero con o senza assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente (art. 18, co.3); le società di gestione di mercati regolamentati, infine, i servizi di gestione di sistemi multilaterali di negoziazione (art. 18, co.4).

⁽²⁶²⁾ Si tratta di persone fisiche o giuridiche che possono essere autorizzate a prestare consulenza in materia di investimenti senza detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti. Per consulenza in materia di investimenti si intende la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative a un determinato strumento finanziario. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione (art. 1, co.5-*septies*, TUF).

nei regolamenti delle Autorità di regolazione interessate ovvero nella normativa europea direttamente applicabile.

Passando in rassegna i requisiti oggettivi e soggettivi cui è subordinato il rilascio del provvedimento di autorizzazione, identici in entrambe le fattispecie (e, pertanto, ne legittimano la trattazione congiunta) osserviamo, anzitutto, che la maggior parte di essi richiedono da parte dell’Autorità competente un’attività di mero riscontro oggettivo della loro esistenza.

Il riscontro che la società richiedente abbia adottato la forma della società per azioni, posto la sede legale e la direzione generale nel territorio della Repubblica, nonché abbia il capitale sociale versato di un ammontare non inferiore a quello determinato in via generale dalla Banca d’Italia, conduce a qualificare l’attività svolta in proposito dalla Consob (sentita la Banca d’Italia) per le Sim, e dalla Banca d’Italia (sentita la Consob), per le Sgr e le Sicav e le Sicaf, come controllo-verifica di natura meramente accertativa del possesso, da parte della società istante, dei requisiti richiesti.

Il discorso muta con riferimento ad altri requisiti. Lasciando a parte quelli relativi ai profili di professionalità e onorabilità degli organi che svolgono funzioni di amministrazione e di controllo, la previsione di cui agli artt. 19, 34 e 35-bis per cui la società istante ha l’onere, tra l’altro, di presentare, al momento della domanda di autorizzazione, unitamente all’atto costitutivo e allo statuto della società stessa, un programma concernente l’attività iniziale e una relazione sulla struttura organizzativa e, nell’ipotesi in cui la società richiedente faccia parte di un gruppo, la struttura del gruppo cui appartiene, sono, diversamente da quelli indicati prima, oggetto di valutazione da parte dell’Autorità competente, la quale negherà l’autorizzazione quando, all’esito della valutazione della documentazione acquisita, non risulterà garantita la sana e prudente gestione.

Ma quali sono i criteri che le Autorità nazionali impiegano per effettuare queste valutazioni e decidere in merito?

I citati artt. 19, 34 e 35-*bis* TUF non specificano quali siano i criteri di valutazione cui dovranno attenersi le Autorità nazionali di regolazione nello svolgimento del procedimento autorizzatorio. Essi si limitano, infatti, a indicare che l’unica causa di merito che può giustificare il diniego di autorizzazione è rappresentata dalla rilevata inidoneità della società istante a garantire la sana e prudente gestione e la corretta prestazione dei servizi e delle attività di investimento per cui si chiede l’autorizzazione.

Peraltro, gli atti regolamentari delle Autorità nazionali di regolazione che disciplinano il procedimento autorizzatorio, a loro volta, sono di poco ausilio. Il citato regolamento Consob in materia di intermediari (n.16190/2007 ss.mm.), infatti, descritta la fase di avvio del procedimento (artt. 7-9), stabilisce che la “Consob, ricevuta la domanda, accerta la ricorrenza delle condizioni indicate all’articolo 19, comma 1, e 59, comma 1, del Testo Unico per il rilascio dell’autorizzazione e, sentita la Banca d’Italia, delibera sulla domanda entro il termine massimo di centoventi giorni. L’autorizzazione è negata quando dalla verifica delle suddette condizioni non risulti garantita la sana e prudente gestione della società e assicurata la capacità dell’impresa di esercitare correttamente i servizi e le attività di investimento (...)” (art. 11, co. 2, TUF). Formulata in maniera più dettagliata, invece, è la corrispondente disciplina contenuta nel Provvedimento della Banca d’Italia del 19 gennaio 2015, recante “Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio”, il quale specifica che, al fine sempre di garantire la sana e prudente gestione, che “Il rilascio dell’autorizzazione alla prestazione dei servizi di gestione è subordinato all’esistenza delle condizioni indicate nell’art. 34 TUF e nelle Sezioni II, III, IV e V del presente Capitolo atte a garantire la sana e prudente gestione della SGR nonché all’adesione della società a un sistema di indennizzo previsto dall’art. 59 TUF, se rilevante” (...); e che “Verificata la sussistenza delle condizioni atte a garantire la sana e prudente gestione, la Banca d’Italia rilascia l’autorizzazione alla SGR, sentita la Consob, entro il termine di 90 giorni dalla data di ricevimento della domanda corredata dalla richiesta documentazione (...)” (sezione VI, prf. 2, Provvedimento 19.1.2015).

Quanto fin qui detto pare sufficiente per poter esprimere alcune conclusioni in ordine al tipo di valutazione che le Autorità interessate compiono in occasione della procedura autorizzatoria in esame.

Il discorso va articolato su due piani. Sul primo piano si collocano quei requisiti per i quali, si è già notato in precedenza, l’attività amministrativa si esaurisce nel mero accertamento della loro esistenza. Per questa parte, avremo quindi un atto autorizzatorio subordinato a verifiche a risultato certo, in quanto l’operazione conoscitiva che l’amministrazione è chiamata a compiere si arresta all’accertamento nella realtà obiettiva di quei determinati requisiti.

Su un piano diverso si collocano, invece, quei requisiti per i quali, come si è visto, la valutazione rimessa all’amministrazione è ampia. Per questa parte, allora, avremo un

atto autorizzatorio subordinato a verifiche a risultato non certo, in quanto l'operazione compiuta dall'amministrazione non sarà più semplicemente conoscitiva, bensì implicherà operazioni di tipo valutativo complesso ⁽²⁶³⁾.

Resta allora da comprendere la natura di quest'operazione valutativa, vale a dire se essa implica o meno ponderazione di interessi pubblici.

Si ritiene che anche in questa ipotesi sia riscontrabile l'esercizio di potestà discrezionale in senso proprio.

L'accertamento positivo della capacità della società istante di assicurare la sana e prudente gestione e la corretta prestazione dei servizi e delle attività a cui intende essere abilitata, cui è subordinato il rilascio dell'autorizzazione, infatti, è conseguenza non tanto della verifica dell'esistenza dei presupposti oggettivi previsti dal TUF, quanto piuttosto della valutazione dell'idoneità, da parte della società interessata, sul piano organizzativo e operativo, di assicurare una sana e prudente gestione e il rispetto della disciplina in materia di gestione collettiva del risparmio. In particolar modo, tale valutazione concerne il programma di attività e la struttura organizzativa, che l'Autorità di regolazione competente al rilascio dell'autorizzazione, nella specie la Banca d'Italia, dovrà compiere "in un'ottica di sana e prudente gestione" e prestando "particolare attenzione a che l'iniziativa sia tale da configurare un operatore adeguatamente strutturato sotto il profilo organizzativo, dotato di risorse tecniche e umane qualitativamente e quantitativamente adeguate a presidiare i rischi tipici dell'attività svolta" ⁽²⁶⁴⁾.

L'esistenza di un pregnante momento valutativo dell'Autorità competente ad adottare il provvedimento autorizzativo, che si estrinseca sostanzialmente in un giudizio di valore formulato sulla base di un concetto giuridico indeterminato (la sana e prudente gestione), implicante la ponderazione di interessi tra essi concorrenti, di

⁽²⁶³⁾ Come è stato opportunamente rilevato "il momento in cui l'ambito di valutazione discrezionale attribuito alle autorità di vigilanza raggiunge la sua massima estensione è rappresentato da una condizione prescritta dalla legge per tutti gli operatori del mercato e consistente nella presentazione di un programma di attività unitamente all'atto costitutivo e allo statuto per gli intermediari e di un regolamento di attività per le società di supporto al mercato. E' evidente come dalla genericità della previsione normativa scaturisca un potenzialmente ampio potere valutativo nelle mani delle autorità preposte al controllo": M. E. SALERNO, *Regime dell'accesso al mercato finanziario*, in F. BELLÌ –M. E. SALERNO (a cura di), *La riforma del mercato finanziario*, cit., 326.

⁽²⁶⁴⁾ Così, testualmente, Provvedimento della Banca d'Italia, Titolo II, sezione III, prf. 2.

natura pubblica e privata, pare quindi consentire la conclusione che l'atto di autorizzazione di cui si tratta sia espressione di esercizio di potestà discrezionale ⁽²⁶⁵⁾.

4. La disciplina dei mercati regolamentati: l'autorizzazione alla gestione dei mercati e il controllo sul loro corretto funzionamento.

La disciplina relativa all'attività di organizzazione e gestione dei mercati trova collocazione in parte nel Titolo I della Parte III del TUF e in parte, come di consueto in questo settore, nella regolamentazione attuativa emanata dalla Consob ⁽²⁶⁶⁾, di volta in volta aggiornata per tenere conto della normativa dell'Unione europea sopravvenuta, e dai regolamenti emanati dalle società private cui è affidata la gestione dei mercati c.d. regolamentati.

Il tratto caratterizzante l'attuale assetto dei mercati degli strumenti finanziari è rappresentato, in primo luogo, dal fatto che in forza della privatizzazione dei mercati di borsa, già avviata dal decreto "Eurosime", l'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati di strumenti finanziari è svolta da soggetti di diritto privato e che la relativa attività è qualificata dal legislatore attività d'impresa (art.61, co.1, TUF).

⁽²⁶⁵⁾ Si consideri, per esempio, la latitudine dell'ambito valutativo che la Banca d'Italia ha riservato a se stessa con il più volte citato Provvedimento in tema di controlli sui partecipanti (alle Sgr) e sulla struttura del gruppo rilevante per il Sgr: In base alla sezione V del più volte citato Provvedimento del 2015, "La Banca d'Italia valuta l'idoneità dei partecipanti al capitale ad assicurare una gestione sana e prudente dell'intermediario e a non pregiudicare l'effettivo esercizio della vigilanza sullo stesso. A tal fine, oltre ai requisiti di onorabilità, rilevano la correttezza nelle relazioni di affari, la situazione finanziaria dei partecipanti nonché l'esistenza di legami di qualsiasi natura – anche familiari o associativi – con gli altri soggetti capaci di influire sulla sana e prudente gestione dell'intermediario. La Banca d'Italia può inoltre valutare ogni precedente penale o indagine penale a carico di coloro che detengano una partecipazione, anche non qualificata, nella SGR(...). La Banca d'Italia valuta che la struttura del gruppo rilevante della SGR non sia tale da pregiudicare l'effettivo esercizio della vigilanza sulla stessa. A tal fine, la Banca d'Italia tiene conto sia dell'articolazione del gruppo sia dell'idoneità dei soggetti che ne fanno parte a garantire la sana e prudente gestione della SGR. Qualora la società appartenga a un gruppo che comprende società insediate all'estero, la Banca d'Italia valuta se la localizzazione delle stesse o le attività svolte all'estero risultino di ostacolo all'applicazione dei controlli. A comprova della sussistenza dei requisiti di idoneità dei partecipanti e ai fini della valutazione della struttura del gruppo, le società istanti si attengono alle disposizioni contenute nel Titolo IV, Capitolo I (...)". Si veda, con riferimento all'autorizzazione all'attività bancaria, F. MERUSI, *Le leggi del mercato. Innovazione comunitaria e autarchia nazionale*, Bologna, 2002, 47.

⁽²⁶⁶⁾ Alle disposizioni del TUF si affiancano quelle del Regolamento Consob n.16191 del 29. 10. 2007 e ss.mm. (Regolamento Mercati).

Da tale configurazione discende una serie di corollari su cui merita soffermarsi, anche in vista della definizione dei poteri che le Autorità di regolazione conservano in merito al funzionamento dei mercati ⁽²⁶⁷⁾.

In quanto attività d'impresa cui inerisce un pubblico interesse, l'attività di organizzazione e gestione dei mercati regolamentati di strumenti finanziari soggiace al previsto regime autorizzatorio che gli artt. 61 e 63 del TUF hanno cura di definire.

Ai sensi di quest'ultima disposizione, la Consob autorizza l'esercizio dei mercati regolamentati dopo aver, da un lato, accertato, sul piano strutturale, che la società istante abbia un capitale e svolga le sole attività connesse e strumentali che la Consob stessa ha determinato con proprio regolamento; sul piano dell'assetto proprietario e degli organi sociali, il possesso da parte degli azionisti e di coloro che svolgono funzioni di amministrazione e direzione e controllo, di requisiti di onorabilità (solo per i primi) e professionalità (entrambi per i secondi) come stabiliti dal Ministro dell'economia e delle finanze; dall'altro, valutato positivamente, sul piano funzionale, il programma di attività, che illustra i tipi di attività previsti e la struttura organizzativa della società di gestione (art. 63, co. 1-*bis*, TUF), e la conformità del regolamento del mercato alla disciplina comunitaria e la sua capacità di garantire "la trasparenza del mercato, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori" (l'art.63, 1 co. lett. b), TUF).

Il rilascio dell'autorizzazione in esame si compie, all'interno del medesimo procedimento, su due piani distinti. In ordine al primo piano, come nella fattispecie affrontata nel paragrafo che precede, l'attività dell'amministrazione si sostanzia in un controllo-verifica della realtà obiettiva del possesso da parte della società istante dei requisiti di cui all'art.63, co.1, lett. a), non residuando in capo all'autorità alcun margine per compiere valutazioni diverse ⁽²⁶⁸⁾.

⁽²⁶⁷⁾ Che l'organizzazione e la gestione dei mercati sia connotata dalla legge come attività d'impresa esercitata da s.p.a. private sembrerebbe eliminare in radice qualsivoglia velleità di configurare il rapporto tra autorità di vigilanza e società di gestione in termini concessori e qualificare la relativa attività in termini di servizio pubblico. Eliminata la riserva di attività di borsa a favore dei pubblici poteri e, anzi, stabilita, al contrario, la spettanza esclusiva di tale attività alle società private, la relazione che intercorre tra autorità pubblica e privati non può che essere di tipo autorizzatorio.

⁽²⁶⁸⁾ Tuttavia, occorre rilevare che i requisiti di mero accertamento non sono affatto indicati nella fonte normativa primaria (TUF), bensì nei regolamenti *rationae materiae* della Consob e del Ministro dell'economia e delle finanze. Ora, l'evenienza che i requisiti di cui l'autorità pubblica, nel caso di specie la Consob, deve accertare la sussistenza in capo al soggetto istante siano fissati dalla stessa (investita al contempo del potere autorizzatorio), non è affatto indifferente, giacché può reputarsi indicativa della volontà del legislatore di attribuire all'autorità precedente la competenza, esclusiva e riservata, a disporre

Sul secondo piano, invece, si colloca il momento valutativo in ordine al possesso da parte della società istante dei requisiti di cui al co. 1, lett. b) e co.1-bis dell'art.63, co.1, TUF.

Come accennato, l'esame della Consob consiste nel valutare se il regolamento ⁽²⁶⁹⁾ di disciplina dell'organizzazione e del funzionamento del mercato, il cui contenuto di fondo è posto dall'art.62 TUF, manifesti la propria idoneità ad assicurare quei fini di trasparenza, di efficienza del mercato e di garanzia degli investitori che la legge ha assunto come pubblici e in quanto tali meritevoli di tutela.

Tale esame si concreta, quindi, non già nel mero riscontro del possesso di certi requisiti rispetto ad un parametro legale dato, bensì nella valutazione della capacità di un atto, frutto di esercizio di autonomia normativa privata, di soddisfare quegli interessi che il legislatore ha ritenuto necessario che sia curati, a prescindere quindi dal modulo organizzativo impiegato per realizzare siffatto obiettivo. E analoghe considerazioni possono svolgersi con riguardo al programma di attività che la società istante è tenuta ad allegare alla propria domanda, atteso che l'illustrazione "dei tipi di attività previsti e la struttura organizzativa della società di gestione" assolve lo scopo di consentire all'Autorità nazionale di regolazione di poter valutare, ex ante, la capacità operativa della società stessa e, quindi, l'idoneità della stessa ad assicurare il soddisfacimento dei sopra richiamati interessi.

Tale attività valutativa si estrinseca, quindi, in un giudizio di opportunità fondato sulla comparazione e sul bilanciamento dei diversi interessi, pubblici e privati, che concorrono nella medesima fattispecie.

In altri termini, posto che i tre interessi indicati dal legislatore devono trovare ciascuno espressa tutela nell'atto di autonomia privata, la discrezionalità della valutazione operata dall'amministrazione competente al rilascio della relativa autorizzazione consisterebbe nella ponderazione di questi interessi, che indubbiamente

di una certa sfera d'interessi. Dal che consegue che, seppur per i soli requisiti sottoposti ad attività 'accertativa', non può dirsi certa la realizzazione della sequenza di teoria generale "norma-fatto" da cui discenderebbe la conclusione circa la natura vincolata dell'autorizzazione in questione. Invero nel caso in esame, la fattispecie non risulta integralmente regolata dalla legge ma, al contrario, abbisogna dell'intervento normativo dell'amministrazione. Difatti, la determinazione dei suoi elementi è rimessa integralmente alle autorità amministrative (Consob e Ministro dell'economia e delle finanze) cui spetta fissare in via regolamentare i requisiti necessari al rilascio dell'autorizzazione.

⁽²⁶⁹⁾ La sua provenienza privatistica esclude che possa parlarsi di regolamento in senso tecnico: sono condizioni generali di contratto

presentano profili di reciproca incompatibilità, e nella definizione in concreto del loro corretto bilanciamento.

E' importante, inoltre, rilevare che seppure costitutiva dell'esercizio di impresa, l'autorizzazione in questione non incide sul contenuto dell'attività se non indirettamente, attraverso cioè la conferma del regolamento di funzionamento del mercato avutasi in sede di esame dell'istanza di autorizzazione.

Una volta rilasciata l'autorizzazione, la Consob, ai sensi dell'art.63, co.2, TUF, iscrive il mercato regolamentato in un elenco "curando le disposizioni comunitarie in materia", mentre, ai sensi dell'art. 73, co.2, TUF, iscrive la società di gestione in un apposito albo e svolge, conformemente al tipico rapporto amministrativo instauratosi con il rilascio dell'autorizzazione, una persistente vigilanza sulle vicende societarie della società di gestione e sul funzionamento dei mercati regolamentati autorizzati.

Ai sensi degli artt.73⁽²⁷⁰⁾ e 74⁽²⁷¹⁾ TUF, la Consob esercita attività di vigilanza sulle società di gestione e sui mercati regolamentati. In ordine alla vigilanza sulla società di gestione, è da dirsi che il controllo verte innanzitutto sulla permanente idoneità del regolamento del mercato a garantire la realizzazione delle finalità indicate dall'art.63, 1 co., TUF. La Consob può richiedere, pertanto, alla società di gestione di apportare al regolamento in questione quelle modifiche che la stessa Autorità ritenga opportune per "eliminare le disfunzioni riscontrate" a seguito di attività ispettive; e, in ogni caso, in conseguenza del mancato riscontro di funzionalità della regolamentazione posta dalla società di gestione rispetto agli obiettivi di pubblico interesse enunciati dalle disposizioni del TUF.

Ciò starebbe a significare, quindi, che nonostante sia formalmente imputabile alla società di gestione l'organizzazione e la gestione dei mercati regolamentati mediante un atto esercizio di autonomia privata, in realtà è l'Autorità di regolazione che, di fatto, assume il ruolo di effettivo 'ente reggente di settore'. Ne consegue, quindi, che l'affidamento della gestione dei mercati regolamentati a soggetti privati si risolve non già in una scelta di fondo diretta a favorire l'autoregolamentazione del settore, bensì

⁽²⁷⁰⁾ Il co. 4 dell'articolo in questione stabilisce che "La Consob vigila affinché la regolamentazione del mercato sia idonea ad assicurare l'effettivo conseguimento della trasparenza del mercato, dell'ordinato svolgimento delle negoziazioni e della tutela degli investitori, e può richiedere alle società di gestione modifiche della regolamentazione del mercato stesso idonee a eliminare le disfunzioni riscontrate

⁽²⁷¹⁾ Ai sensi del co. 1 dell'art. 74 TUF "La Consob vigila sui mercati regolamentati al fine di assicurare la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori e può adottare ogni misura per garantire il rispetto degli obblighi previsti dal presente Capo (...)"

semplicemente è espressiva dell'adozione di un diverso modulo organizzativo rispetto a quelli tradizionalmente impiegati di stampo pubblicitario.

5. Le competenze dirette dell'ESMA: la vigilanza sulle *credit rating agencies*

Come è stato rilevato nel precedente capitolo, all'ESMA sono state attribuite dal legislatore europeo dirette competenze di regolazione su alcuni soggetti operanti sui mercati finanziari.

Tra queste, assume senz'altro un particolare rilievo la competenza a essa attribuita dal regolamento (UE) n. 1060/2009 ⁽²⁷²⁾ in materia di registrazione, monitoraggio e adozione dei relativi atti di vigilanza, anche di natura sanzionatoria, nei confronti delle agenzie di rating del credito (CRAs) ⁽²⁷³⁾.

A tale proposito, giova rammentare in premessa che la Commissione dell'Unione europea, nelle conclusioni della sua Comunicazione *sulle agenzie di rating del credito* (2006/C 59/02) del 2006 ⁽²⁷⁴⁾, con cui informava il Parlamento europeo e il Consiglio sull'approccio regolamentare che essa intendeva adottare nel settore, affermò che una normativa “soffice”, associata all'autoregolamentazione da parte delle agenzie stesse, sulla base dei principi fissati dalla IOSCO, sarebbe stata sufficiente per affrontare e superare le principali questioni a proposito delle quali erano state espresse, in quel torno di anni, preoccupazioni sulle attività delle agenzie di rating del credito. A sostegno della tesi la Commissione invocò, peraltro, l'analoga opinione espressa dal Comitato delle

⁽²⁷²⁾ Si tratta del regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 settembre 2009, relativo alle agenzie di rating del credito.

⁽²⁷³⁾ Attualmente, l'ESMA esercita la vigilanza su 23 agenzie di rating del credito registrate nell'UE. In argomento, si veda, tra gli altri, M DE BELLIS, *La nuova disciplina europea delle agenzie di rating (commento Regolamento CE N. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 settembre 2009)*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 5/2010, 453 ss.; G. SCIASCIA, *Credit Rating Agencies in the Context of EU Regulation of Financial Markets: Developments, Standards, Public Functions* in E. CHITI, G. VESPERINI (eds.), *The Administrative Architecture of Financial Integration. Institutional Design, Legal Issues, Perspectives*, Bologna, 2015, G. PRESTI, *Rating*, in *Enciclopedia del Diritto*, Annali VII, Milano, 2014. Su un primo giudizio sull'efficacia della vigilanza dell'ESMA sulle CRAs si veda, CORTE DEI CONTI EUROPEA, *La vigilanza dell'Unione europea esercitata sulle agenzie di rating del credito è adeguatamente consolidata, ma non ancora del tutto efficace*, Relazione speciale – Sezione di audit IV. Lussemburgo, 2015.

⁽²⁷⁴⁾ Comunicazione In G.U.C.E. n. 59 dell'11.3.2006.

autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (CESR) – soppresso e sostituito, come visto in precedenza, dall'ESMA ⁽²⁷⁵⁾.

La Commissione dell'Unione europea perveniva a tale conclusione sulla scorta del fatto che il quadro regolatorio che interessava le agenzie di rating del credito, formatosi nei primi anni del 2000, poteva considerarsi già sufficientemente strutturato.

Le agenzie in questione, infatti, risultavano direttamente assoggettate per alcuni profili alla normativa europea in materia di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato; così come alla stessa direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MIFID), relativamente alle norme di comportamento, ai requisiti organizzativi e alla gestione dei conflitti di interessi, laddove l'agenzia di rating del credito svolgesse anche servizi di investimento (per esempio, servizi di consulenza in materia di investimenti). Inoltre, altra normativa europea, ancorché non le riguardasse direttamente, aveva comunque prodotto effetti conformativi indiretti sulla loro attività: questo era il caso, per esempio, delle direttive sui requisiti patrimoniali degli enti creditizi e delle imprese d'investimento ⁽²⁷⁶⁾, nella parte in cui prevedevano che, nella ponderazione dei rischi di credito relativi alle rispettive esposizioni, le banche o le imprese d'investimento impiegassero valutazioni di merito del credito esterne. Dette valutazioni, tuttavia, perché avessero rilievo ai fini della vigilanza prudenziale, avrebbero dovuto essere rilasciate solo da soggetti appositamente riconosciuti dalle Autorità nazionali competenti di ciascuno Stato membro; in possesso dei requisiti stabiliti dalla medesima direttiva ⁽²⁷⁷⁾: pertanto, le agenzie di rating del credito, che

⁽²⁷⁵⁾ L'attenzione sulle agenzie di rating del credito, quantomeno in Europa, si deve in particolare ai fatti conseguenti al fallimento di Enron (2002) e al crack Parmalat di due anni più tardi (2004). Peraltro è di quegli anni (biennio 2003-2004), l'adozione delle prime misure normative attuative del c.d. PASF (Piano di Azione per i Servizi Finanziari): direttiva 2003/6/CE del 28.1.2003; direttiva 2003/124/CE della Commissione del 22.12.2003; direttiva 2003/125/CE della Commissione del 22.12.2003; direttiva 2004/72/CE della Commissione del 29.4.2004 e regolamento (CE) n. 2273/2003 della Commissione del 22.12.2003.

⁽²⁷⁶⁾ Si trattava delle direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE sulla vigilanza prudenziale sulle banche e sulle imprese di investimento, oggi abrogate dalla direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 26.6.2013.

⁽²⁷⁷⁾ La Commissione europea, nella sua Comunicazione, cita a esempio il fatto che “i loro rating devono essere attribuiti in modo obiettivo e indipendente e regolarmente rivisti. Inoltre, le loro procedure di rating devono essere sufficientemente trasparenti. Le autorità competenti devono anche verificare se, sul mercato, le valutazioni del merito di credito di una data ECAI siano considerate credibili ed affidabili dai loro utenti e se siano accessibili a condizioni equivalenti per tutte le parti interessate”.

intendessero ottenere il riconoscimento, avrebbero dovuto conformarsi, per tale ragione, a tutta una serie di disposizioni delle citate direttive.

D'altra parte, sviluppi recenti dei mercati finanziari avevano dato conto che la maggioranza delle agenzie di rating del credito, indipendentemente dalle dimensioni e dal paese in cui operavano o risiedevano, avevano informato le proprie procedure e la propria condotta al *Codice di condotta - Principi basilari per le agenzie di rating*, adottato dalla IOSCO nel 2003 ⁽²⁷⁸⁾, dando così dimostrazione di significative capacità adattive e della propria disponibilità alla c.d. "autoregolamentazione pubblica" ⁽²⁷⁹⁾.

Ciò non di meno, il perdurare di "segnali di pericolo" sulla stabilità dei mercati finanziari e la susseguente esplosione della crisi finanziaria del 2008, aprì ampie discussioni riguardo al funzionamento delle CRAs e sulla adeguatezza della loro regolamentazione.

Da qui la presentazione, da parte della Commissione europea nel novembre 2008, di una proposta intesa a regolamentare le agenzie di rating del credito operanti nell'area europea, esitata nel settembre 2009 nell'adozione del regolamento sulle agenzie di rating del credito, cui si è fatto cenno in precedenza.

La finalità principale del regolamento sulle CRAs in discorso era (ed è) tutelare gli investitori e garantire la stabilità dei mercati finanziari nell'UE ⁽²⁸⁰⁾ e trovava applicazione per tutte le agenzie stabilite nell'UE che emettevano rating del credito comunicati al pubblico o distribuiti previo abbonamento ⁽²⁸¹⁾.

E' solo nel 2011 che, a seguito della novella del citato regolamento ⁽²⁸²⁾, si attribuiscono all'ESMA specifiche competenze in materia, prevedendo che le

⁽²⁷⁸⁾ In attuazione del documento *IOSCO's Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies*, del 2003 (disponibili all'indirizzo seguente: www.iosco.org/IOSCOPD151).

⁽²⁷⁹⁾ Su questa definizione di autoregolamentazione si veda nt. 95 del capitolo II.

⁽²⁸⁰⁾ "Il presente regolamento introduce un'impostazione regolamentare comune per migliorare l'integrità, la trasparenza, la responsabilità, la buona governance e l'affidabilità delle attività di rating del credito, contribuendo alla qualità dei rating emessi nella Comunità contribuendo così al buon funzionamento del mercato interno e realizzando nel contempo un grado elevato di protezione degli investitori. Esso stabilisce le condizioni per l'emissione dei rating e fissa disposizioni in merito all'organizzazione e allo svolgimento delle attività delle agenzie di rating del credito per promuoverne l'indipendenza e la prevenzione dei conflitti di interesse" (art. 1 del regolamento (UE) n. 1060/2009, nel testo prima della novella del 2011).

⁽²⁸¹⁾ Nella sua originaria versione, il menzionato regolamento imponeva alle CRAs di: a) registrarsi presso un'Autorità nazionale di regolazione, se operativa nell'UE; b) comunicare modelli, metodologie e ipotesi principali di rischio impiegati per l'elaborazione dei loro rating; nonché c) sottoporsi alla vigilanza della Autorità nazionale di regolazione secondo il modello "paese di origine-paese ospitante".

⁽²⁸²⁾ A seguito dell'adozione del regolamento (UE) n. 513/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio dell'11.5.2011. Successivamente, anche in conseguenza della risoluzione del Parlamento europeo dell'8

agenzie di rating del credito: a) sono tenute a registrarsi presso l'ESMA se assegnano rating ai prodotti finanziari dell'UE; b) sono soggette alla vigilanza continuativa dell'ESMA; c) sono soggette a sanzioni da parte dell'ESMA in caso di violazione del regolamento e delle sue norme attuative.

Volendone qui evidenziare i tratti salienti, il regolamento in esame, nel testo risultante a seguito delle modifiche del 2011 e del 2013, contiene diverse disposizioni prescrittive aventi lo scopo di aumentare la trasparenza operativa delle CRAs, anche con riguardo alle modalità di gestione dei conflitti di interesse in cui possono versare ⁽²⁸³⁾. In particolare, il regolamento impone a dette agenzie di comunicare le rispettive metodologie di rating e le principali ipotesi di calcolo utilizzate, consentendo in tal modo ai partecipanti al mercato di valutare con maggiore precisione se i rating riflettano adeguatamente i rischi.

Il regolamento, inoltre, nello stabilire la disciplina dei processi di preparazione e le metodologie per generare i rating del credito, dispone che le agenzie in parola utilizzino metodologie di rating “rigorose, sistematiche, continuative e soggette a convalida sulla base dell'esperienza storica, inclusi test retrospettivi”.

L'ESMA, come accennato, ha assunto le funzioni autorizzatorie nei confronti delle CRAs in precedenza svolte dalle Autorità nazionali competenti. Il procedimento amministrativo di registrazione delle CRAs con sede nell'UE che intendono fornire servizi di rating ha una struttura bifasica, componendosi di una prima fase, denominata di “completezza”; e di una seconda fase, definita di “conformità”.

giugno 2011 con la quale si chiedeva che le agenzie di rating del credito fossero regolamentate in maniera più rigorosa, è stato adottato il regolamento (UE) n. 462/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21.5. 2013. Quest'ultimo regolamento, tra le altre cose, modifica anche l'art. 1 del regolamento del 2009, che ne definiva l'oggetto, introducendo tra le finalità dell'impostazione regolamentare anche il miglioramento della correttezza gestionale e l'indipendenza delle attività di rating del credito, e la realizzazione di un elevato grado di protezione non solo degli investitori ma anche dei consumatori, in precedenza non menzionati. Inoltre, in maniera probabilmente ridondante, ribadisce che “Esso stabilisce le condizioni per l'emissione dei rating del credito e fissa disposizioni in merito all'organizzazione e alla condotta delle agenzie di rating del credito, azionisti e soci compresi, per promuovere l'indipendenza delle agenzie stesse, prevenire i conflitti di interesse e rafforzare la protezione di consumatori e investitori”.

⁽²⁸³⁾ Art. 6, prf.1, regolamento (UE) n. 1060/2009 “Un'agenzia di rating del credito adotta tutte le misure necessarie per garantire che l'emissione di un rating del credito o della prospettiva di un rating non sia influenzata da alcun conflitto di interesse esistente o potenziale, né da relazioni d'affari riguardanti l'agenzia che emette il rating del credito o la prospettiva di rating, i suoi azionisti, i suoi manager, i suoi analisti di rating, i suoi dipendenti o qualsiasi altra persona fisica i cui servizi sono messi a disposizione o sono sotto il controllo dell'agenzia di rating del credito o qualsiasi persona direttamente o indirettamente collegata ad essa da un legame di controllo”.

Segnatamente, l'agenzia interessata invia la domanda di registrazione all'ESMA; che ne conferma l'avvenuta ricezione con un messaggio di posta elettronica. Se la domanda è incompleta, l'ESMA invia una lettera nella quale richiede ulteriori informazioni; diversamente comunica al richiedente, con lettera, l'avvio della fase di conformità. Il potere decisorio spetta al Consiglio delle Autorità di vigilanza dell'ESMA, che ne cura poi la notificazione rispettivamente alla CRA richiedente, alla Commissione dell'Unione europea e alle altre Autorità europee di vigilanza ⁽²⁸⁴⁾.

Durante il procedimento di registrazione l'ESMA deve valutare la conformità delle metodologie impiegate dall'agenzia richiedente con i requisiti illustrati in dettaglio nel regolamento delegato di attuazione, adottato dalla stessa ESMA sulle metodologie previste dal regolamento ⁽²⁸⁵⁾.

Il processo di analisi delle informazioni e di richiesta di ulteriori informazioni rivolte al CRA richiedente può essere ripetuto tutte le volte che l'ESMA lo ritiene necessario. Durante la fase di "conformità" e nonostante il fascicolo risulti formalmente completo, l'ESMA può infatti chiedere ulteriori chiarimenti e/o effettuare visite in loco presso l'agenzia in questione.

Per l'attività in questione l'ESMA si avvale di un comitato tecnico, composto da rappresentanti delle Autorità nazionali di regolazione, istituito per assistere l'ESMA nella preparazione delle *policy* di vigilanza sulle CRAs. Il comitato fornisce consulenza tecnica contribuendo alla redazione dei progetti di norme tecniche, di orientamenti e raccomandazioni e, più in generale, di atti di *soft law* in materia.

⁽²⁸⁴⁾ Nonché ai membri del comitato tecnico "Pubblicazione sul sito Internet dell'ESMA".

⁽²⁸⁵⁾ Si rammenta, per informazione, che l'ESMA ha nel corso degli anni proposto l'adozione di diversi regolamenti di norme tecniche di regolamentazione e di attuazione in materia. Si ricordano, tra gli altri: (i) Regolamento delegato (UE) n. 446/2012 della Commissione, del 21 marzo 2012, che integra il regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione relative al contenuto e al formato dei rapporti periodici sui dati di rating che le agenzie di rating del credito devono presentare all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati; (ii) Regolamento delegato (UE) n. 447/2012 della Commissione, del 21 marzo 2012, che integra il regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alle agenzie di rating del credito fissando norme tecniche di regolamentazione per la valutazione della conformità delle metodologie di rating; (iii) Regolamento delegato (UE) n. 448/2012 della Commissione, del 21 marzo 2012, che integra il regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione per la presentazione delle informazioni che le agenzie di rating del credito mettono a disposizione presso il registro centrale istituito dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati; (iv) Regolamento delegato (UE) n. 449/2012 della Commissione, del 21 marzo 2012, che integra il regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle informazioni per la registrazione e la certificazione delle agenzie di rating del credito.

Sul piano operativo, tuttavia, non risulta che l'ESMA abbia sviluppato un elenco dettagliato della documentazione necessaria sulla cui base effettuare la valutazione delle metodologie di rating ai fini del processo di registrazione, né che abbia definito il livello minimo accettabile di informazioni dettagliate che l'agenzia che richiede la registrazione è tenuta a fornire ⁽²⁸⁶⁾. In compenso, risulterebbe che l'ESMA sia riuscita a ridurre la durata media di conclusione del procedimento di registrazione, nonostante lo stesso rimanga complesso a causa dell'attuale quadro di regolamentazione.

Il regolamento in esame, inoltre, non fornisce definizioni, né criteri che riguardano i requisiti delle metodologie di rating richiesti ai fini della registrazione ⁽²⁸⁷⁾. A ciò vi ha provveduto un regolamento delegato della Commissione europea, contenente norme tecniche di regolamentazione per la valutazione da parte dell'ESMA dei requisiti normativi in materia di metodologie.

Inoltre, nelle relazioni pubblicate con le quali si presentano le conclusioni delle indagini svolte nel settore delle metodologie, l'ESMA ha fornito alcuni esempi di contenuto metodologico al fine di fornire orientamenti alle agenzie del settore.

A ulteriore completamento del contesto normativo, con atto n. 1575 del 23.3.2017 l'ESMA ha adottato ulteriori orientamenti applicativi in relazione all'art. 8, prf. 3 e 5, del regolamento e alle disposizioni del regolamento delegato (UE) n. 447/2012 della Commissione, del 21 marzo 2012 ⁽²⁸⁸⁾, fissando all'uopo norme tecniche di regolamentazione per la valutazione della conformità delle metodologie di rating ⁽²⁸⁹⁾.

⁽²⁸⁶⁾ La Corte dei conti europea, nell'ambito delle sue attività di audit, ha rilevato in proposito che “i fascicoli di registrazione esaminati hanno mostrato differenze significative nel grado di dettaglio contenute nella documentazione relativa alle metodologie. Nel caso di un fascicolo di registrazione esaminato, per esempio, mancano informazioni sulla modellazione o sulle tecniche quantitative, di cui al regolamento delegato sulle metodologie, nonché una dichiarazione sull'importanza di ciascun fattore qualitativo e quantitativo utilizzato, comprese la descrizione e la giustificazione delle relative ponderazioni assegnate a tali fattori”. Inoltre, l'ESMA “non documenta sufficientemente la valutazione effettuata sulle metodologie durante il processo di registrazione. Le metodologie di rating devono essere rigorose, sistematiche, continuative e soggette a convalida sulla base dell'esperienza storica, inclusi test retrospettivi”.

⁽²⁸⁷⁾ È importante osservare che, conformemente all'articolo 23 del regolamento (CE) n. 1060/2009, le autorità pubbliche non devono interferire con il contenuto delle metodologie di rating.

⁽²⁸⁸⁾ Regolamento che integra il regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alle agenzie di rating del credito.

⁽²⁸⁹⁾ Verosimilmente dando seguito a un rilievo della Corte dei conti europea, per la quale “Se necessario e opportuno, potrebbero risultare utili orientamenti supplementari forniti dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati alle agenzie di rating del credito per migliorare la presentazione delle

La finalità dell'adozione di detti orientamenti è – si apprende dalla lettura del documento che li contiene – è “chiarire le aspettative dell'ESMA e garantire una coerente applicazione del paragrafo 3 dell'articolo 8 del regolamento sulle agenzie di rating del credito”, secondo cui “un'agenzia di rating del credito utilizza metodologie di rating rigorose, sistematiche, continuative e soggette a convalida sulla base dell'esperienza storica, inclusi test retrospettivi”, con particolare riferimento alle metodologie “soggette a convalida sulla base dell'esperienza storica, inclusi test retrospettivi”, nonché del prf. 5 del medesimo articolo, che stabilisce, tra l'altro, che un'agenzia di rating del credito “controlla i propri rating e li rivede insieme alle metodologie utilizzate, costantemente ed almeno a cadenza annuale”.

Inoltre, tali orientamenti contribuirebbero, secondo l'ESMA, a garantire una coerente applicazione delle misure di convalida e revisione delle metodologie applicate, “al fine di dimostrare il potere discriminante, il potere predittivo e la robustezza storica delle metodologie” utilizzate, e completerebbero, sul piano tecnico, le norme tecniche di regolamentazione già introdotte sulle metodologie di rating, che stabiliscono le norme da utilizzare nella valutazione della conformità delle metodologie di rating ai requisiti stabiliti dai citati regolamenti e a chiarire anche il modo in cui le CRAs, con scarse prove quantitative, possano garantire che le loro metodologie di rating “prevedano correttamente il merito di credito”, e, in ogni caso, siano in grado di ottemperare all'obbligo di dotarsi di “processi che consentano di individuare e risolvere in modo adeguato le anomalie sistemiche dei rating evidenziate dai test retrospettivi”.

Più in dettaglio, L'ESMA con gli orientamenti in commento chiarisce che una convalida di buona qualità delle metodologie applicate è data da un'applicazione equilibrata delle tecniche quantitative e qualitative, specificando altresì, da un lato, che non può considerarsi tecnica qualitativa di convalida una valutazione soggettiva da parte delle persone responsabili dell'agenzia delle metodologie impiegate che sia priva delle motivazioni da cui possano desumersi le considerazioni formulate e le conclusioni raggiunte; dall'altro, che a differenza di

metodologie di rating del credito e agevolare il raffronto tra le metodologie adottate dalle diverse agenzie di rating del credito”.

quella qualitativa, la tecnica quantitativa ha il vantaggio di rafforzare l'oggettività del processo di convalida ⁽²⁹⁰⁾.

Sul piano operativo, la verifica dell'applicazione degli orientamenti in commento da parte delle agenzie destinatarie è effettuata dall'ESMA attraverso le sue attività di vigilanza continua e di monitoraggio delle relazioni periodiche che essa riceve dei soggetti vigilati e si aggiunge a quella che svolge sulle relazioni degli organi di revisione interna e sugli esiti delle revisioni metodologiche, comprese le informazioni su qualsiasi test retrospettivo effettuato nel periodo di riferimento, sui dettagli di eventuali risultanze principali, così come sulle azioni conseguenti intraprese dalle CRAs, di cui l'ESMA è semestralmente destinataria.

Risulta inoltre interessante annotare come l'ESMA, al pari di altre analoghe Autorità di regolazione di settore, impieghi la metodologia del *comply or explain* per conseguire un grado elevato di conformazione dei destinatari ai propri orientamenti, come detto atti di *soft law* privi formalmente di efficacia vincolante.

Infatti, l'ESMA in questo, come in casi analoghi, "si attende" che i soggetti a cui sono rivolti i propri atti di *soft law* si conformino alle indicazioni ivi contenute, che essa considera, ancorché non espressamente, non eludibili, ponendo a loro carico l'onere (che, nei fatti, è un obbligo) di motivare non solo le ragioni della mancata conformazione alle stesse, ma anche di dare conto della adeguatezza e idoneità della diversa misura adottata a soddisfare gli interessi avuti di mira dalla norma precettiva che ha imposto un certo tipo di condotta, di cui gli orientamenti circoscrive e specifica in concreto il contenuto e la latitudine.

Un esempio è, infatti, rappresentato dagli orientamenti in commento, riguardanti la convalida o la revisione delle metodologie delle CRAs, nell'ambito dei quali l'ESMA, sottilmente, include e distingue misure che "in genere" si attende siano utilizzate dal soggetto vigilato ed "esempi di misure complementari" che lo stesso soggetto vigilato "dovrebbe prendere in considerazione, fra altre misure complementari adeguate" ⁽²⁹¹⁾.

⁽²⁹⁰⁾ L'ESMA sottolinea tuttavia che ha concentrato i presenti orientamenti sulle misure quantitative, "poiché è su di esse che sembra registrarsi una minore chiarezza del settore riguardo alle aspettative dell'Autorità".

⁽²⁹¹⁾ Quali esempi di misure "in genere", cfr. ad esempio art. 5.1., 5.1.1., par. 18 ("In genere l'ESMA si aspetta che, per dimostrare il potere discriminante di una metodologia, una CRA utilizzi il profilo di accuratezza cumulata (cumulative accuracy profile, CAP) oppure la curva delle caratteristiche operative del ricevente (receiver operator characteristic, ROC) congiuntamente all'indice di accuratezza (accuracy ratio)"); 5.1., 5.1.2., par. 21 ("Per effettuare tale confronto, in genere l'ESMA si aspetta che una CRA

Sotto altro profilo, il regolamento in discorso non soltanto prevede la pubblicazione di informazioni sulle metodologie di rating impiegate dai CRAs, ma stabilisce anche che l'ESMA debba pubblicare le informazioni sulle *performance* storiche realizzate delle agenzie di rating del credito.

Ciò coerentemente con uno degli obiettivi del regolamento in discorso, che è quello di migliorare la trasparenza delle agenzie e del mercato dei rating, in particolare per quanto concerne le politiche tariffarie, le commissioni percepite, il modo in cui le CRAs conducono il loro processo di rating e in che modo giungono alle proprie valutazioni conclusive sul merito di credito. La trasparenza è garantita da comunicazioni pubbliche complete e di facile accesso, correlata all'obbligo per le agenzie vigilate di divulgare le informazioni in questione mediante comunicazioni generali o con comunicazioni periodiche ⁽²⁹²⁾.

Stante l'importanza della divulgazione al pubblico di tali informazioni, perché consente ai potenziali investitori di effettuare le proprie analisi prima di decidere se fare affidamento sui rating del credito, nell'ambito della sua attività di vigilanza continuativa l'ESMA verifica se le agenzie ottemperano a tali obblighi.

L'ESMA, a sua volta, dispone di una banca dati, una sorta di registro centrale online (denominato CEREP), che non ha corrispondenti in altre Autorità di regolamentazione e grazie al quale essa fornisce informazioni armonizzate e facilmente accessibili sulla *performance* di tutte le agenzie di rating del credito registrate e certificate.

Tutte le CRAs, al termine del procedimento di registrazione che le riguarda, sono soggette alla vigilanza su base continuativa dell'ESMA. Essa segue un approccio di vigilanza basato sul rischio, poiché l'intensità, l'estensione e il tipo di attività di vigilanza dipendono dai rischi posti dai diversi operatori di mercato ⁽²⁹³⁾.

definisca internamente le proprie aspettative (gamme o numeri assoluti) per categoria di rating del credito relativamente alla misura del merito creditizio cui fanno riferimento i suoi rating del credito"). Diversamente, cfr. ad esempio art. 5.3, par. 36 ("Una ORA deve predefinire e giustificare le azioni cui daranno luogo gli scostamenti dalle soglie. L'ESMA *non si aspetta* che il superamento di una soglia comporti sempre cambiamenti metodologici)

⁽²⁹²⁾ Le comunicazioni generali si riferiscono alle informazioni che le CRA devono rendere pubbliche, soprattutto tramite i rispettivi siti Internet. Le comunicazioni periodiche si riferiscono, invece, a quelle inviate all'ESMA per finalità di vigilanza.

⁽²⁹³⁾ I potenziali problemi individuati durante la vigilanza continuativa a livello documentale vengono analizzati e, se necessario, sono intraprese ulteriori attività di indagine. Il lavoro di vigilanza continuativa dell'ESMA comprende l'analisi delle informazioni ricevute periodicamente dalle entità soggette a vigilanza, l'analisi delle informazioni ricevute da fonti esterne (le autorità, i concorrenti, i reclami, gli

Oltre alla vigilanza su base continuativa, l'ESMA seleziona regolarmente le aree a rischio di conformità delle agenzie ai fini di un'ulteriore azione investigativa (principalmente indagini generali) e, sulla base della propria valutazione del rischio, avvia all'occorrenza delle indagini generali.

Queste ultime possono consistere in indagini tematiche focalizzate su alcune questioni comuni a diverse CRAs di grandi dimensioni ovvero in indagini individuali su alcune CRAs riguardanti questioni specifiche. Gli esiti delle indagini sono comunicati alle agenzie interessate per consentire l'avvio di un primo contraddittorio con le stesse.

Infine, il sistema sanzionatorio, che si presenta differenziato. L'accertamento della violazione dell'art. 4 prf. 1, del regolamento in tema di violazione della riserva di attività alle CRAs registrate è, infatti, di competenza delle Autorità nazionali degli Stati membri, ai quali spetta stabilire al riguardo sanzioni efficaci, proporzionate e dissuasive che, salvo il caso in cui possano mettere gravemente a rischio i mercati finanziari o arrecare un danno sproporzionato alle parti coinvolte, vanno rese pubbliche (art. 36 del regolamento).

L'applicazione delle sanzioni conseguenti all'accertamento della violazione di altre fattispecie tassativamente elencate nell'allegato III del regolamento, sono invece di competenza dell'ESMA. A ciò procede il Consiglio delle Autorità di vigilanza, sulla base di un procedimento nel quale deve essere assicurato il principio della distinzione tra la funzione requirente e la funzione giudicante e la pienezza del contraddittorio in favore del soggetto sottoposto al procedimento sanzionatorio (art. 25 e 36 *quater* del regolamento).

5.1 (Segue) Cenni sulla vigilanza sulla vendita allo scoperto e di derivati CDS

Nella prospettiva di fissare una cornice normativa in grado di contenere i rischi di controparte e sistemici caratterizzanti il mercato degli strumenti finanziari derivati, il legislatore europeo ha predisposto un sistema di regolamentazione

organi di stampa ecc.), il seguito dato alle domande ricevute dalle agenzie e la comunicazione con la dirigenza delle agenzie durante l'intero ciclo di vigilanza.

multivello che, nell'ottica di una armonizzazione massima della materia, non lascia spazio di discrezionalità ai singoli Stati europei.

Nell'ambito delle competenze esclusive di vigilanza che le derivano dal regolamento (UE) n. 236/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio “relativo alle vendite allo scoperto ⁽²⁹⁴⁾ e a taluni aspetti dei contratti derivati aventi ad oggetto la copertura del rischio di inadempimento dell'emittente (*credit default swap* ⁽²⁹⁵⁾” (da ora Regolamento *Short Selling*), la Commissione europea, su proposta dell'ESMA, ha adottato il regolamento delegato (UE) n. 826/2012, finalizzato – si legge nei *Considerando* – a istituire un regime uniforme per la trasmissione di notifiche e di informazioni, da parte degli investitori, alle Autorità nazionali di regolazione competenti ⁽²⁹⁶⁾ e da parte di quest'ultime all'ESMA in relazione sia

⁽²⁹⁴⁾ La vendita allo scoperto è un'operazione attraverso la quale un soggetto vende uno strumento finanziario che non possiede con l'intenzione di riacquistare un titolo identico in un momento successivo. Generalmente si individuano due categorie generali di vendite allo scoperto: la vendita allo scoperto con provvista di titoli garantita (*covered short selling*), nella quale il venditore prende a prestito i titoli, si accorda per garantirsi per poterli prendere a prestito prima della vendita; e la vendita allo scoperto senza provvista di titoli (*uncovered o naked short selling*). Nonostante si tratti di un'operazione di natura speculativa, il venditore allo scoperto può tuttavia perseguire anche obiettivi diversi, quali il c.d. *hedging* (copertura), l'arbitraggio o il *market making* (c.d. attività di supporto agli scambi).

⁽²⁹⁵⁾ I *credit default swaps* (CDS) sono strumenti finanziari derivati che offrono una forma di assicurazione nei confronti del rischio di inadempimento (*credit default*) associato a un titolo. Attraverso la sottoscrizione di un CDS l'acquirente, a fronte del pagamento di un premio, è protetto dal rischio dell'inadempimento del debitore. Il debitore è un soggetto terzo del contratto concluso tra acquirente e venditore e deve essere sempre indicato nel contratto (è un elemento essenziale del contratto, incidente sulla determinazione dell'oggetto dell'accordo). Lo schema è riconducibile al contratto di assicurazione. E' possibile che un investitore acquisti e venda CDS senza possedere nessuno dei titoli di debito assicurati: in questo caso si è in presenza di un'operazione speculativa pura sull'emissione di debito e sul merito di credito dell'emittente. Così, E. RULLI, *Vendite allo scoperto: limiti e condizioni dell'esercizio del potere dell'ESMA di adottare provvedimenti con effetti diretti sui partecipanti al mercato*, in Banca Borsa Titoli di Credito, 1/2014, 648 ss.

⁽²⁹⁶⁾ In base all'art. 4-ter del TUF, il Ministero dell'economia e delle finanze, la Banca d'Italia e la Consob sono le autorità nazionali competenti ai sensi del regolamento (UE) n. 236/2012. Segnatamente, la Consob è l'autorità competente per ricevere le notifiche, attuare le misure ed esercitare le funzioni e i poteri previsti dal regolamento UE con riferimento a strumenti finanziari diversi dai titoli del debito sovrano e *credit default swap* su emittenti sovrani (co.2), mentre la Banca d'Italia e la Consob, nell'ambito delle rispettive attribuzioni, sono le autorità competenti per ricevere le notifiche, attuare le misure e esercitare le funzioni e i poteri previsti dal medesimo regolamento con riferimento ai titoli del debito sovrano e ai *credit default swap* su emittenti sovrani (co.3.). Inoltre, la Consob è l'autorità responsabile per coordinare la cooperazione e lo scambio di informazioni con la Commissione dell'Unione europea, l'AESFEM e le autorità competenti degli altri Stati membri (co. 5). Infine, con riferimento al debito sovrano e ai *credit default swap* su emittenti sovrani, i poteri di temporanea sospensione delle restrizioni e i poteri di intervento in circostanze eccezionali sono esercitati dal Ministero dell'economia e delle finanze, su proposta della Banca d'Italia, sentita la Consob (co.4). Ai fini di coordinamento dell'esercizio delle rispettive funzioni, il Ministero dell'economia e delle finanze, la Banca d'Italia e la Consob stabiliscono mediante un protocollo di intesa le modalità della cooperazione e del reciproco scambio di informazioni rilevanti ai fini dell'esercizio delle predette funzioni, anche con riferimento alle irregolarità rilevate e alle misure adottate nell'esercizio delle rispettive competenze nonché le modalità di ricezione delle predette notifiche, tenuto conto dell'esigenza di ridurre al minimo gli oneri gravanti sugli operatori.

alle posizioni corte ⁽²⁹⁷⁾ nette in azioni o titoli di Stato ⁽²⁹⁸⁾ di entità pari o superiori a determinate soglie detenute, sia sul metodo di calcolo del volume degli scambi per la determinazione dei titoli azionari esentati dall'applicazione del medesimo regolamento.

L'ESMA, infatti, non è in grado di stabilire, a priori, le informazioni specifiche da richiedere alle Autorità nazionali competenti, poiché esse possono essere determinate soltanto caso per caso e possono comprendere elementi molto dissimili tra loro (come dati aggregati e non aggregati sulle posizioni corte nette o posizioni scoperte in credit default swap), di talché, al fine di consentirle di svolgere le funzioni ad essa attribuite dal Regolamento e dalla ulteriore normativa a essa applicabile, risulta necessario che l'ESMA riceva dalle Autorità nazionali competenti informazioni sulla notifica delle posizioni corte nette in titoli azionari, debito sovrano e posizioni scoperte in derivati del tipo *credit default swap* su emittenti sovrani ⁽²⁹⁹⁾, nonché, su richiesta, ulteriori informazioni relative alle posizioni corte nette ⁽³⁰⁰⁾.

Sul piano operativo, pertanto, il regolamento delegato in discorso ritiene che risponda a criteri di efficiente utilizzazione di tali informazioni, in funzione dell'obiettivo di assicurare il regolare funzionamento e l'integrità dei mercati

⁽²⁹⁷⁾ Ai sensi del Regolamento *Short Selling*, è considerata una posizione corta con riferimento al capitale azionario emesso o al debito sovrano emesso una posizione derivante dalla vendita allo scoperto di un titolo azionario emesso da una società o di uno strumento di debito emesso da un emittente sovrano, ovvero la realizzazione di un'operazione che crea o fa riferimento ad uno strumento finanziario conferisce un vantaggio finanziario alla persona fisica o giuridica che effettua tale transazione in caso di diminuzione del prezzo o del valore del titolo azionario o del titolo di debito (art. 3, prf. 1).

⁽²⁹⁸⁾ Ai sensi dell'art. 3, prf. 4 e 5, del Regolamento *Short Selling*, la posizione che rimane dopo aver dedotto una posizione lunga che una persona fisica o giuridica detiene con riferimento al capitale azionario emesso da una posizione corta che tale persona fisica o giuridica detiene con riferimento a detto capitale ovvero ogni posizione lunga che una persona fisica o giuridica detenga con riferimento al debito sovrano emesso e ogni posizione lunga in titoli di debito di un emittente sovrano la cui quotazione sia strettamente correlata a quella del debito sovrano in questione da ogni posizione corta detenuta da tale persona fisica o giuridica con riferimento allo stesso debito sovrano è considerata una posizione corta netta con riferimento rispettivamente al capitale azionario emesso dalla società in questione e al debito sovrano emesso dall'emittente sovrano in questione.

⁽²⁹⁹⁾ "Articolo 4 Informazioni periodiche. A norma dell'articolo 11, paragrafo 1, del regolamento (UE) n. 236/2012, le autorità competenti forniscono all'ESMA le seguenti informazioni su base trimestrale: a) la posizione corta netta aggregata quotidianamente detenuta in ciascun titolo azionario che compone il principale indice di borsa nazionale specificato dall'autorità competente interessata; b) la posizione corta netta aggregata a fine trimestre detenuta in ciascun titolo azionario che non compone l'indice di cui alla lettera a); c) la posizione corta netta aggregata quotidianamente in ciascun emittente sovrano; d) se del caso, le posizioni scoperte aggregate quotidianamente in credit default swap su emittenti sovrani".

⁽³⁰⁰⁾ "Articolo 5 Informazioni da fornire su richiesta. Le informazioni che l'autorità competente interessata è tenuta a fornire ad hoc a norma dell'articolo 11, paragrafo 2, del regolamento (UE) n. 236/2012 includono tutte le informazioni richieste dall'AESFEM che non siano state precedentemente trasmesse dalla stessa autorità competente a norma dell'articolo 4 del presente regolamento."

finanziari e la stabilità del sistema finanziario nell'Unione, la loro trasmissione all'ESMA a cadenza trimestrale e in maniera standardizzata, sotto forma di dati aggregati giornalieri con sufficiente grado di dettaglio, in modo da consentire all'ESMA stessa di poterla elaborare a fini di ricerca e di analisi.

Ulteriori integrazioni al regolamento *Short Selling* sono state poi disposte con il regolamento di esecuzione (UE) n. 827/2012 della Commissione dell'Unione europea del 29.6.2012, recante specifiche norme tecniche di esecuzione delle disposizioni del regolamento del 2012 ⁽³⁰¹⁾, che delinea, tra l'altro, il regime (criteri, presupposti, condizioni, esenzioni) per la comunicazione al pubblico delle posizioni corte detenute su tutti i titoli azionari non esentati, le condizioni in base alle quali tali informazioni devono essere trasmesse all'ESMA, oltre che rese disponibili al mercato, nonché le condizioni, le tipologie di accordi e le modalità di intesa da adottare in relazione alla vendita allo scoperto di un titolo azionario ammesso alla negoziazione in una sede di negoziazione ⁽³⁰²⁾.

Nell'analisi qui svolta significativo rilievo poi assume il regolamento delegato n. 912/2012 della Commissione del 5 luglio 2012, che introduce norme volte a specificare tecnicamente i profili inerenti alle vendite allo scoperto e a taluni aspetti dei contratti derivati aventi a oggetto la copertura del rischio di inadempimento dell'emittente (i più volte citati *credit default swap*) sotto il profilo della regolamentazione tecnica del metodo di calcolo della diminuzione significativa di valore per i titoli azionari liquidi e per altri strumenti finanziari ai sensi dell'articolo 23, prf. 7, del Regolamento *Short Selling*.

Inoltre, sempre in ottica di vigilanza, va rammentato l'art. 28, prf. 2, alinea secondo, del Regolamento (UE) n. 2014/600 e ss.mm. ⁽³⁰³⁾, che riconosce all'ESMA il potere di esercitare un regolare monitoraggio delle attività in derivati che non sono dichiarate soggette all'obbligo di negoziazione, onde evitare che tale particolare classe di contratti possa generare rischi sistemici. Inoltre tale supervisione avrebbe la finalità di evitare "arbitraggi" tra le operazioni soggette e

⁽³⁰¹⁾ In attuazione degli articoli 9, par. 6, 11, par. 4, 12, par. 2, 13, par. 5 e 16, par. 4, del regolamento (UE) n. 236/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio.

⁽³⁰²⁾ La cui sede principale, ove stabilita fuori dall'UE, determina l'insorgenza dell'obbligo in capo alle Autorità nazionali di regolazione di notificare all'ESMA i titoli azionari per i quali la sede principale di negoziazione è ubicata al di fuori dell'Unione.

⁽³⁰³⁾ Si tratta del cd. Regolamento MIFI II sui mercati degli strumenti finanziari, come modificato dal Regolamento (UE) n.2016/1033.

quelle non soggette alla c.d. *trading obligation*, intendendosi, con tale ultima espressione, l'obbligo per talune tipologie di derivati di essere commercializzati solo su mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione ovvero ancora su un OTF. ⁽³⁰⁴⁾.

6. Conclusioni

Dalle disposizioni sommariamente descritte è possibile, fin d'ora, far discendere alcune prime conclusioni di massima.

In primo luogo, sia le disposizioni contenute nel TUF che nel Regolamento ESMA e nella normativa europea attributiva di competenze dirette all'Autorità europea di regolazione sono paradigmatiche della tecnica legislativa in uso per disciplinare i mercati finanziari: porre norme sostanzialmente “in bianco”, il cui contenuto, affermato come tecnico, spetterà poi alle Autorità di regolazione di settore definire, avendo riguardo specificamente agli obiettivi, siano essi intermedi o finali, indicati dal legislatore europeo.

In questa prospettiva, quindi, è palese l'importanza cruciale degli atti di regolazione di carattere generale adottati dalle predette Autorità, in quanto è essenzialmente a essi che si dovrà fare riferimento per attingere elementi che facciano comprendere, su un piano sostanziale più che formale, il grado di conformazione che il legislatore europeo ha voluto imprimere alla autonomia dei privati che operano nei mercati finanziari.

La tecnica legislativa in questione rende evidente, in altri termini, che seppure sia avvertito, a livello di principio, il bisogno che non solo l'attività, ma anche la stessa struttura organizzativa del soggetto che presta l'attività medesima, sia oggetto di conformazione, l'intensità di tale conformazione spetterà deciderla alle Autorità di regolazione di settore, le quali, nel momento in cui delineano gli elementi organizzativi cui devono adeguarsi i soggetti che intendono entrare nel mercato e sottoporsi alla loro

⁽³⁰⁴⁾ Ai sensi dell'art. 4, prf. 1, n. 23 della MIFID II, un OTF è un sistema multilaterale, diverso da un mercato regolamentato e sistema multilaterale di negoziazione che consente l'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissione e strumenti derivati, in modo da dare luogo a contratti conformemente alle disposizioni del Titolo II della direttiva medesima. Al pari di un mercato regolamentato o di un MTF, un sistema OTF consente l'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti, ma in modo discrezionale (art. 20, MIDIF II).

vigilanza, saranno sì orientate da criteri direttivi posti dalla norma primaria, ma saranno esse, in definitiva, a determinare il corretto punto di equilibrio tra le esigenze di tutela dell'interesse pubblico (*recte*: degli interessi pubblici), poste dalla normativa di rango primario, e la libertà del privato di operare autonome scelte gestionali e organizzative per lo svolgimento dell'attività economica prescelta.

L'atto con cui il programma di conformazione delle scelte organizzative e gestionali dei privati che offrono sui mercati prodotti e servizi finanziari, si attua è, quindi, il regolamento ovvero l'atto a contenuto generale di contenuto precettivo delle Autorità di regolazione di settore, le quali saranno astrette, nelle loro scelte decisionali, solo dai generali vincoli di scopo che la normativa primaria pone loro.

Di qui il seguente quesito: nell'attività conformativa delle Autorità di regolazione di settore, attuata per lo più tramite regolamenti e atti amministrativi a contenuto generale, possono scorgersi sufficienti elementi "indiziari" per poterne sostenere la natura discrezionale in senso proprio?

Al quesito pare possa darsi risposta affermativa. La 'riserva' di competenza, a favore delle Autorità di regolazione di settore, di determinare il contenuto concreto dell'autonomia di cui godono i privati nello svolgimento della loro attività di intermediazione finanziaria o di produttori di servizi e prodotti finanziari pare consenta di ritenere che non solo l'effetto conformativo discenda direttamente dall'atto regolamentare o di contenuto generale a carattere prescrittivo posto dalle Autorità stesse, ma che a quest'ultime, ciascuno nel proprio ambito, siano rimesse le modalità di cura in concreto degli interessi pubblici sottesi a quell'esigenza di conformazione.

Volendo inquadrare la fattispecie in oggetto attraverso la sequenza di teoria generale di produzione degli effetti giuridici "norma- potere- fatto", avremo che, nel caso in esame, gli effetti conformativi non discendono dalla norma di rango primario, bensì dall'atto generale del soggetto pubblico che ha esercitato il potere che la norma primaria gli ha conferito ⁽³⁰⁵⁾.

Se si accoglie l'impostazione appena enunciata, si converrà allora che sono le modalità attraverso cui si manifesta la scelta di conformazione a risultare determinanti ai fini qui in esame.

⁽³⁰⁵⁾ Certamente, la sequenza in parola non è risolutiva nel determinare se si è in presenza o meno di esercizio di potestà discrezionale. Pur tuttavia, il ricorso alla sequenza in parola può essere utile per comprendere che, in tali fattispecie, l'attività di regolazione delle Autorità di settore non costituisce mera attuazione di una norma primaria connotata da un certo grado di indeterminatezza.

Tuttavia, come è noto, sovente si afferma in proposito che le scelte compiute dalle Autorità di regolazione di settore sarebbero espressione (e non potrebbe essere altrimenti) di discrezionalità c.d. tecnica, in quanto non vi sarebbe, a loro fondamento, alcuna valutazione e ponderazione tra l'interesse pubblico primario e gli altri interessi pubblici e privati che convergono nella medesima fattispecie. Inoltre, si aggiunge ulteriormente, le scelte in parola si fonderebbero su norme tecniche che richiedono competenze altamente specialistiche: in ciò quindi starebbe anche il carattere propriamente tecnico e non discrezionale dei poteri assegnati a tali Autorità e la giustificazione stessa della legittimità della loro esistenza appunto come enti pubblici dotati di particolari competenze tecniche e preposti a settori ad "alto tasso di tecnicità".

Alla tesi appena sopra riportata ⁽³⁰⁶⁾ si ritiene possa però utilmente opporsi che essa, a ben vedere, rappresenta una petizione di principio, in quanto in buona sostanza pare ricondurre all'asserito contenuto 'tecnico' delle norme poste dalle Autorità di regolazione qui considerate la natura del potere da queste manifestato nell'esercizio delle rispettive funzioni ⁽³⁰⁷⁾.

In realtà, pare più corretto che questi due profili siano considerati distintamente, poiché la circostanza che il contenuto della regola possa avere contenuto tecnico nulla dice, infatti, in ordine al processo che la ha originata, né alla natura del potere attraverso il cui esercizio essa è stata posta.

Vi possono, infatti, essere settori, quale quello in esame, in cui la regola non può avere, si direbbe "per definizione", contenuto diverso da quello tecnico, in quanto è solo attraverso tale contenuto che la regola incidente su quel determinato settore può ambire a soddisfare in concreto gli interessi pubblici avuti di mira.

Altro è poi il processo di determinazione del contenuto della regola, la cui fissazione può seguire sì a valutazioni di natura tecnica, ma anche a ponderazioni di interessi.

In una delle fattispecie portate a esempio, l'atto regolamentare con cui la Consob o la Banca d'Italia determinano in concreto ciò che può soddisfare le finalità di trasparenza e di sana e prudente gestione delle imprese vigilate, si è tentato di porre in evidenza come la scelta del *quantum* di conformazione contenuto in tale atto non possa

⁽³⁰⁶⁾ La paternità della quale non è nominalmente individuabile, vista la sua diffusione nella letteratura specialistica e non specialistica.

⁽³⁰⁷⁾ Opinione quella qui esaminata che sembra fondarsi su uno schema di tipo sillogistico di questo tipo: siccome le regole poste dalle amministrazioni hanno contenuto tecnico, allora la scelta che le ha prodotte non potrà che essere espressione di valutazioni tecniche.

essere considerata espressione di impiego di leggi della scienza esatta o delle scienze economiche, tipico delle valutazioni di natura tecnica, ma debba piuttosto ritenersi espressione di un giudizio complesso che involge la ponderazione della libertà economica privata, le esigenze di tutela dei terzi investitori e dei risparmiatori in un'accezione più ampia, la stabilità, l'integrità e il corretto funzionamento dei mercati finanziari.

L'atto regolamentare o a contenuto generale di carattere prescrittivo esprime, quindi, un vero e proprio momento di ponderazione e giudizio circa l'assetto di interessi che, a date condizioni di mercato, l'Autorità di regolazione ha inteso dare al settore e che riguarda la più ampia platea degli operatori di mercato ⁽³⁰⁸⁾.

⁽³⁰⁸⁾ La scelta circa la congruità dei mezzi tecnici utilizzabili segue, pertanto, la scelta in ordine all'interesse pubblico in 'concreto' che le amministrazioni di regolazione hanno inteso soddisfare, e si attesta, per tal motivo, sul piano della ragionevolezza e della proporzionalità della decisione discrezionale.

CAPITOLO V

CONCLUSIONI

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. La natura degli interessi curati dalle Autorità di settore. – 3. La regolazione come esercizio di potestà discrezionale in senso proprio. – 4. L'ESMA quale modello 'extravagante' di agenzia amministrativa indipendente tra presente e futuro.

1. Premessa

L'indagine compiuta nei capitoli precedenti ci consente ora di svolgere alcune considerazioni conclusive in merito a quegli aspetti che avevamo indicato, in sede di presentazione, come gli obiettivi finali di questa ricerca.

Come si è avuto modo di analizzare, la vigilanza sui mercati finanziari integra una funzione pubblica ⁽³⁰⁹⁾, rivolta al perseguimento di fini determinati e a salvaguardia di particolari interessi pubblici. Il quadro regolatorio e istituzionale in cui essa si iscrive ha subito nel corso degli ultimi anni una rapida progressiva evoluzione, conformemente alla costante crescita e sviluppo del settore dei mercati finanziari e in ragione della profonda crisi che lo ha investito.

In questo capitolo, pertanto, verranno affrontate le problematiche accennate nei precedenti paragrafi, principiando dalla natura dell'interesse curato e del potere esercitato dalle Autorità di regolazione del settore in questo studio prese in considerazione, vale a dire la Consob e l'ESMA, e concludendo con un tentativo di delineazione dei tratti caratterizzanti l'Autorità europea di regolazione considerata e dei possibili sviluppi, strutturali e funzionali, che possono riguardarla nel prossimo futuro.

2. La natura degli interessi curati dalle Autorità di settore

⁽³⁰⁹⁾ in termini, M. STIPO, *Vigilanza e tutela(dir.amm.)*, in Enciclopedia Giuridica, Roma, 1994.

Conclusioni

Durante la trattazione svolta nel precedente capitolo, si sarà notato come gli interessi affidati alla cura dell'amministrazione vengano in rilievo più volte a orientarne e a determinarne l'azione ⁽³¹⁰⁾.

La disposizione 'cardine' dell'intero impianto della disciplina, l'art 5 del TUF, indica, come si è visto, i fini della vigilanza della Consob e della Banca d'Italia in materia di mercati finanziari: trasparenza e correttezza dei comportamenti, da un lato; sana e prudente gestione dei soggetti abilitati, dall'altro, affidati in cura rispettivamente alla Consob e alla Banca d'Italia "avendo riguardo alla tutela degli investitori e alla stabilità, alla competitività e al buon funzionamento del sistema finanziario". Si è altresì evidenziato come questi fini siano in altre disposizioni maggiormente esplicitati o specificati con riguardo non solo all'attività di vigilanza (si rammenti, ancora, l'art.74 in tema di vigilanza sui mercati), bensì anche con riferimento all'attività di amministrazione attiva (si consideri, ad esempio, l'art.51, in tema di provvedimenti ingiuntivi nei confronti di intermediari, nella parte in cui subordina la posizione di divieti ad intraprendere nuove operazioni alla valutazione che le violazioni commesse possano pregiudicare "interessi di carattere generale o, nei casi d'urgenza, per la tutela degli interessi degli investitori"; oppure l'art.63, in tema di autorizzazione alla gestione di mercati regolamentati, là dove si subordina il rilascio dell'autorizzazione alla valutazione dell'idoneità del regolamento di mercato ad assicurare "la trasparenza del mercato, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori") nonché, in alcune ipotesi, al comportamento dei soggetti vigilati (come, ad esempio, dimostra l'art.21, che richiede che nella prestazione dei servizi d'investimento i soggetti abilitati agiscano in ogni caso -anche quindi in presenza di conflitti d'interesse tra essi e cliente- in modo corretto e trasparente "nell'interesse dei clienti e dell'integrità del mercato").

Il modo frammentario e le diverse accezioni con cui le disposizioni del TUF, volta a volta, richiamano e nominano gli interessi che vengono in gioco, non impediscono, tuttavia, di circoscrivere ed individuare nella tutela degli investitori e nell'ordinato e corretto funzionamento del mercato finanziario gli interessi che massimamente rilevano nel settore e che informano l'intera disciplina.

⁽³¹⁰⁾ Sul concetto di interesse pubblico si veda E. CANNADA BARTOLI, *Interesse (dir.amm.)*, in Enciclopedia del Diritto, vol. XX, Milano, 1972; M. S. GIANNINI, *Diritto amministrativo*, cit., 110.

Ma qual è la natura di questi interessi? Sono privati o pubblici? In quest'ultimo caso, sono pubblici in che senso?

Per poter rispondere a questi interrogativi è necessario sgombrare previamente il campo da alcuni equivoci sorti a seguito della diffusione di una opinione dottrinale emersa in seno agli studi sul controllo pubblico della finanza privata ⁽³¹¹⁾.

Quest'opinione dottrinale, che gode di un certo seguito, partendo dall'assunto che il processo di ibridazione del diritto amministrativo nazionale indotto dal diritto europeo ha coinvolto, trasformandolo, il concetto di controllo pubblico, giunge a negare che il controllo possa ancora configurarsi in termini di attività volta ad assicurare la conformità o la compatibilità dell'attività privata rispetto all'interesse pubblico e, al contempo, ad affermare che esso va inquadrato piuttosto come attività diretta ad assicurare che tutti i soggetti privati rispettino le regole del gioco poste in via generale dalla legge e successivamente specificate dalle autorità di regolazione cui sono demandati compiti di vigilanza e controllo ⁽³¹²⁾.

Alla mutazione cui sarebbe incorso il concetto di controllo pubblico si affiancherebbe, quindi, l'emersione (e relativa diffusione) di un nuovo tipo di regolazione, definita come regolazione condizionale, il cui tratto peculiare, per i fini che qui interessano, starebbe in ciò, che le regole e le condizioni poste per lo svolgimento delle attività private non sono rivolte alla soddisfazione di un interesse pubblico, bensì a garantire un equilibrio, come definito dalla norma primaria, tra diverse situazioni giuridiche private ⁽³¹³⁾.

Sulla scorta di queste premesse, l'opinione in esame conclude allora nel senso che se si vuole continuare a parlare di interesse pubblico nel settore in questione si potrà farlo a condizione però di specificare che "l'interesse pubblico in questione non ha contenuto sostanziale: esso s'identifica con il mantenimento dell'equilibrio fra diversi interessi privati ed è strumentale alla realizzazione di un interesse primario non

⁽³¹¹⁾ E' chiaro il riferimento allo studio condotto, sul solco tracciato da Sabino Cassese, da L. TORCHIA, *Il controllo pubblico*, cit., in part. 418 ss.

⁽³¹²⁾ Così L. TORCHIA, *Diritto amministrativo nazionale e diritto comunitario: sviluppi recenti del processo di ibridazione*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico comunitario*, 1997, 856.

⁽³¹³⁾ Concetto, di regolazione amministrativa. Riportiamo qui la sintesi che ne fa G. VESPERINI, *La Consob e l'informazione*, cit.: essa si riscontra in "tutti i casi nei quali la legge attribuisce ad un'autorità amministrativa, agente in posizione di terzietà e di neutralità in rapporto tra privati, il potere di disciplinare l'attività dei soggetti privati per i tramite di regole condizionali –rispondenti cioè allo schema "se vuoi x, fai y" - disposte per la cura di interessi collettivi e non già pubblici, in quanto cioè, imputabili "alla organizzazione politica economica e sociale del Paese" e non già all'amministrazione agente" (2-3).

Conclusioni

riferibile alla pubblica amministrazione ma, piuttosto, ad una pluralità di soggetti privati, fermo restando che tale interesse primario può assumere, concretamente, sia proiezione collettiva, sia proiezione individuale”⁽³¹⁴⁾.

Questa tesi, pur stimolante e suggestiva, non pare si possa seguire. In primo luogo, essa sembra, infatti, muoversi all'interno di uno schema di tipo sillogistico fondato su premesse teoriche discutibili. Posto che la struttura delle regole che disciplinano il settore è condizionale e non finalistica, e che l'amministrazione, pertanto, non è titolare di un interesse proprio (interesse pubblico in senso stretto) ma assume una posizione d'indifferenza rispetto agli interessi in gioco, quest'ultimi non potranno che rilevare come interessi privati (siano essi individuali o collettivi). Ma come giustificare allora la presenza nel settore delle autorità di regolazione? Qual è l'interesse la cui cura giustifica la loro istituzione? Si risponde che la ragione della presenza del potere pubblico si rinverrebbe nell'esigenza di garantire l'equilibrio, legislativamente determinato, tra i diversi interessi privati in gioco. E', pertanto, nell'attività di controllo del rispetto delle regole del gioco che si rinverrebbe la presenza di un interesse pubblico il quale, tuttavia, per le premesse indicate, sarà riflesso, mediato, etc⁽³¹⁵⁾. Ulteriore corollario sarebbe, infine, una volta predicata la posizione di terzietà dell'amministrazione e la natura 'arbitrale' della sua attività, le situazioni giuridiche dei soggetti coinvolti avrebbero tendenzialmente sostanza di diritti soggettivi.

In via generale, può osservarsi, in primo luogo, che non pare appropriato far leva sul modo in cui è strutturata la norma per negare la natura pubblica degli interessi coinvolti. Va, infatti, evidenziato che la struttura, condizionale o finalistica, della norma è sostanzialmente irrilevante a quel fine, poiché l'elemento strutturale della norma non incide in alcun modo sulla configurazione dell'elemento funzionale (il programma di scopo), ponendosi questi due elementi su due piani distinti. In secondo

⁽³¹⁴⁾ L. TORCHIA, *Gli interessi affidati alla cura delle autorità indipendenti*, in S. CASSESE- C. FRANCHINI (a cura di), *I garanti delle regole*, Bologna, 1996, 61-62. Il pensiero riportato era stato, nei medesimi termini, comunque già esplicitato in ID. *Il controllo pubblico*, cit., 444, in cui però compare l'aggiunta che è da tale configurazione che discende la definizione di “interesse pubblico riflesso”.

⁽³¹⁵⁾ Secondo un'altra recente ricostruzione, “l'agire dell'autorità indipendente (...) non di rado consiste in una ponderazione di interessi di gruppi o singoli, interessi (ai quali essa risulta estranea), sempre 'interni' al settore di riferimento, cioè propri di quanti operano in quel settore e non dell'autorità che vi è preposta ovvero generali, interessi che l'autorità è talora tenuta a bilanciare secondo le indicazioni di riferimento. Non si tratta quindi di contemperare un interesse privato con un interesse pubblico 'affidato', ma di perseguire una sorta di interesse pubblico oggettivo, indicato dalle norme, non esterno a quegli interessi che emergono nel settore di afferenza (...). Non vi è prevalenza di un interesse pubblico sugli interessi privati, ma necessaria coesistenza di tutti gli interessi in gioco”. Così S. A. FREGO LUPPI, *L'amministrazione regolatrice*, Torino, 2000, 148-149.

luogo, non sembra possa continuare ad essere accolta nel nostro ordinamento la teorica dell'interesse pubblico come interesse proprio dell'amministrazione contrapposto a quello dei privati ⁽³¹⁶⁾.

Pur potendo, in talune ipotesi, essere molto stretto il legame tra amministrazione e interesse primario, l'interesse che l'amministrazione è incaricata di curare è sempre alieno ⁽³¹⁷⁾. Infatti, ogni funzione amministrativa, a quanto ci risulta, pur traducendosi (per motivi legati all'imputazione soggettiva degli effetti dell'attività compiuta) in una tecnica di soggettivizzazione dei compiti pubblici, si risolve sostanzialmente in un servizio rivolto a beneficio, a seconda delle circostanze, della generalità dei consociati o a parti di essi, in quanto titolari di certi diritti ⁽³¹⁸⁾.

Se si condivide ciò, se si condivide quindi l'idea che un ente pubblico in tanto esiste in quanto la sua attività sia funzionalizzata alla cura di interessi pubblici ⁽³¹⁹⁾, cioè è volta a realizzare il programma di scopo previsto dalla norma, indipendentemente dal modo in cui questa sia stata strutturata, si converrà allora che gli interessi la cui cura giustifica la presenza di un'autorità pubblica dotata di compiti regolatori e di vigilanza, non potranno dirsi privati, bensì saranno pubblici, senz'altro ⁽³²⁰⁾. Questo sul piano generale.

Ma anche volendola osservare più da vicino, sul piano analitico, la tesi in esame pare discutibile. Si dà il caso, infatti, che essa, pur partendo dalla trattazione dei tre comparti della finanza privata, analizzando sotto il profilo funzionale tutti i relativi aspetti,

⁽³¹⁶⁾ Si vedano, in merito, le acute (come di consueto) annotazioni di N. IRTI, *Economia di mercato e interesse pubblico*, in Rivista di diritto processuale civile, 2000, 438-439: "abbattuti gli idola oeconomicae, la definizione dell'interesse pubblico coincide necessariamente con la decisione della volontà politica, la quale (...) delibera il tipo e il rapporto delle diverse specie di interessi (...). Poiché le decisioni politiche si esprimono e calano in norme giuridiche, queste stesse provvedono a definire, o consentono di definire, l'interesse pubblico. Il quale dunque (...) nasce (...) dalla concreta e storica determinazione dell'autorità politica ricomposta, per così dire, nelle norme di diritto". Per un'analoga prospettiva, tra gli studiosi del diritto amministrativo, vedi, per tutti, V. CERULLI IRELLI, *Corso*, cit., 422.

⁽³¹⁷⁾ Sul punto si veda. A. ROMANO TASSONE, *Situazioni giuridiche soggettive e decisioni delle amministrazioni indipendenti*, in *Diritto Amministrativo*, n.3, 2002, 477.

⁽³¹⁸⁾ Sull'eterogeneità degli interessi pubblici vedi M.S. GIANNINI, *Diritto amministrativo*, cit., 110.

⁽³¹⁹⁾ Cfr. U. ALLEGRETTI, *Pubblica amministrazione e ordinamento democratico*, in ID., *Amministrazione pubblica e costituzione*, Padova, 1996 (ma 1984), 106: "Se la democrazia è –secondo la prospettiva trascritta nei principi fondamentali della nostra Costituzione– esercizio della sovranità da parte del popolo, in vista di fini sociali che sono di servizio della persona e della comunità insieme e perciò di una trasformazione in senso egualitario e solidaristico delle condizioni sociali (...), e se l'amministrazione è, tra le funzioni statali, quella eminentemente realizzativa, sembra che per la sua definizione la proiezione verso i fini sociali, percepiti come doverosi, sia essenziale. L'idea, coessenziale allo Stato democratico, dei compiti dello Stato si traduce nel concepire l'amministrazione come *attività di realizzazione di compiti, o come attività per un fine, che dà l'idea di funzione*" (corsivo dell'autore).

⁽³²⁰⁾ Si pronuncia per la natura pubblica degli interessi curati della Consob, S. NICCOLAI, *I poteri garantiti della Costituzione e le autorità indipendenti*, Pisa, 1996, 235 ss.

Conclusioni

giunge poi, una volta conclusa quest'indagine, a ritenere che siano le disposizioni sugli obblighi d'informazione dei soggetti sottoposti a vigilanza nei confronti degli investitori a caratterizzare, con la loro struttura condizionale, l'intera disciplina. In realtà, come si sarà notato nel capitolo che precede, e ferme le considerazioni poc'anzi svolte, non pare corretto sostenere che le norme sulla trasparenza, sub –specie di posizione di obblighi informativi a beneficio di terzi indeterminati, possano dirsi talmente rappresentative dell'intera disciplina da giustificare una teoria della 'neutralità' delle autorità di regolazione nel comparto della finanza privata (che risulta in definitiva esclusivamente) fondata su questo tipo di norme (che sono solo una parte dell'intera disciplina), in quanto, al contrario, massimamente rilevano nella materia in questione norme che non hanno tale struttura e che attribuiscono ampi poteri, alle autorità di regolazione di settore, di 'conformare', sotto diversi punti di vista, l'attività dei privati sottoposti a vigilanza ⁽³²¹⁾

Detto ciò, occorre ora definire il contenuto di tali interessi. Dall'analisi compiuta nei precedenti capitoli è possibile trarre la conclusione che, nel caso della Consob, l'interesse pubblico da essa tutelato ha natura composita, in quanto all'interesse per la funzionalità del settore (per le sue evidenti ricadute su questioni di politica economica) si affianca, non già come interesse strumentale, ma come ulteriore interesse primario, l'interesse alla tutela degli investitori ⁽³²²⁾ Il soddisfacimento di entrambi gli interessi (se si accede ad una prospettiva dualista) o dell'interesse 'composito' (se si accoglie, invece, una prospettiva monista) esprimono il programma di scopo che è sotteso all'attribuzione di poteri di regolazione e vigilanza all'autorità di settore ⁽³²³⁾; poteri i quali, nel primo caso, non si esauriscono affatto nel completare la norma primaria,

⁽³²¹⁾ In questo stesso ordine di idee ci pare si ponga L. DE LUCIA, *La regolazione amministrativa dei servizi di pubblica utilità*, Torino, 2002, secondo cui "la regolazione amministrativa non si esaurisce in genere nella mera posizione di norme e nel controllo del loro rispetto, consistendo spesso volte di un sistema di poteri ben più articolati, atti ad assicurare la funzionalità di un dato sistema economico" (94), aggiungendo altresì che "l'assunto della neutralità della regolazione non è coerente con una serie estremamente ampia, di dati normativi e sistematici" (95).

⁽³²²⁾ Secondo E. CARDI, *Commento alla legge 4 giugno 1985 n.281, art.1-4*, in Nuove leggi civili, 1990, 287, nt.1, le cui considerazioni però si riferiscono all'impianto delineato dalla legge n.281/85 (quindi molto risalente rispetto all'oggi), la Consob sarebbe stata allora titolare di un interesse pubblico diretto, "un interesse pubblico al controllo, per fini di politica economica e monetaria di rilievo pubblicistico, dei flussi di risparmio finanziario e per l'equilibrio dei diversi comparti del mercato stesso e anche, soprattutto nei suoi rapporti con i mercati esteri", cit. da L. GIANI, *Attività amministrativa e regolazione di 'sistema'*, 217, (ma la medesima citazione era già rinvenibile in S. NICCOLAI, *I poteri garantiti*, cit., 240, nt.28).

⁽³²³⁾ Ci sembra che quest'ordine di idee sia riscontrabile anche in M. BESSONE, *I mercati mobiliari*, Milano, 2002, *passim*.

mentre nel secondo caso, sono strumentali a conferire effettività alla tutela degli interessi pubblici affidati in cura alle autorità di settore.

La funzionalità del mercato finanziario, l'assicurare un regime di 'concorrenzialità', la tutela del risparmio gestito (la tutela del risparmio "in tutte le sue forme") e dell'investitore in quanto tale, sono, tra l'altro, obiettivi di carattere generale che l'ordinamento europeo (e nazionale) pone alla sua azione e trovano, d'altronde, riconoscimento al massimo livello di 'sistema' nella Costituzione italiana (art.47), nei Trattati (art.3, co), e, da ultimo, nella Carta europea dei diritti.

Non si può far questione se l'uno, l'interesse alla funzionalità di quel determinato settore di attività, sia strumentale all'altro, l'interesse alla tutela del risparmio o alla concorrenza, e viceversa ⁽³²⁴⁾. E' piuttosto opportuno prendere coscienza del fatto che tutti loro convivono all'interno della medesima esperienza giuridica, vincolando e orientando (al loro soddisfacimento) l'azione delle autorità di regolazione, che saranno quindi chiamate, stante la intrinseca conflittualità di questi interessi - quindi, già a livello di interesse (i) primario(i) - a dirimere il loro potenziale conflitto stabilendo in concreto il giusto punto di equilibrio fra essi (che quindi non è vero dire sia già stato determinato dalla norma primaria) ⁽³²⁵⁾.

Se si condivide il senso di questi spunti, si converrà che a sua volta non potrà trovare accoglimento la tesi che inquadra, sotto il profilo teleologico, la regolazione come cura diretta di un interesse pubblico (assunto come tale ad opera della legge) "consistente esclusivamente nel corretto funzionamento del settore". Tale ultima ricostruzione pare, infatti, cogliere, per i motivi sopra visti, solo un aspetto del fenomeno considerato, rendendo così, per questa via, negletti gli altri rilevanti profili che sono strettamente correlati al "corretto funzionamento del settore", in primo luogo la tutela del risparmio ("in tutte le sue forme").

Sotto altro profilo, questa tesi sembra mossa più che altro dalla preoccupazione di non contraddire il dogma della 'neutralità', piuttosto che svelare gli elementi strutturali e funzionali degli interessi che vengono in rilievo nel settore in esame.

⁽³²⁴⁾ Se si vuol parlare in termini di strumentalità, si potrà dire al più che la cura di tali interessi, complessivamente considerati siano strumentali alla realizzazione degli obiettivi ultimi che gli ordinamenti, europeo e nazionale, pongono a fondamento della loro stessa esistenza.

⁽³²⁵⁾ Non ci persuade, pertanto, l'opinione di L. GIANI, *Attività amministrativa e regolazione*, cit., 226, la quale aggiunge: "La predisposizione delle regole e, in generale, l'attività svolta dall'amministrazione indipendente ha come fine quello di garantire il corretto funzionamento di un settore di mercato in ossequio al principio proprio dello stesso settore, che di regola è un principio concorrenziale (...)" (227).

Conclusioni

Invero, una volta preso atto della complessità degli interessi pubblici che fronteggiano l'attività economica ⁽³²⁶⁾, non si può poi concludere nel senso che il 'vero' interesse pubblico sotteso alla regolazione (vale a dire, che con la regolazione s'intende curare) sia quello al corretto funzionamento del settore (che si risolve, a sua volta, essenzialmente nell'interesse a che le regole del gioco siano rispettate) ⁽³²⁷⁾.

A ben vedere, quest'impostazione riecheggia una tesi espressa in passato ⁽³²⁸⁾, per la quale, piuttosto, l'interesse pubblico era ritenuto solo "riflesso" e predicato con riferimento all'attività di controllo (distinto dall'attività regolatoria); in questo caso, invece, l'interesse pubblico sarebbe interno e predicato nei riguardi della regolazione, intesa in un significato più ampio, comprensivo cioè del momento della posizione della regola e di quello della verifica del suo rispetto ⁽³²⁹⁾.

Si è dell'opinione, infatti, che l'affermazione che il "funzionamento del settore", inteso come garanzia del rispetto delle regole del gioco, sia l'interesse pubblico sotteso all'attività di regolazione provi troppo, in quanto, se così fosse, questo interesse pubblico non sarebbe, alla fine, diverso da quello che guida le tradizionali attività di polizia economica, dove anche lì si potrà discorrere di garanzia del funzionamento micro (o macro) settoriale.

Con riguardo al settore dei mercati finanziari, invece, se si vuole attribuire un significato più pregnante alla locuzione 'funzionamento del settore' si dovrà allora specificare che essa sottende l'interesse pubblico a che il risparmio, già confluito in esso, segua dinamiche e logiche allocative non distorte né da comportamenti

⁽³²⁶⁾ L. GIANI, *Attività amministrativa e regolazione*, cit., 226. A ben vedere, sarebbe forse bastato questo rilievo per rendere giustizia delle tesi che negano l'inerenza dell'interesse pubblico alla regolazione e al controllo delle attività economiche nel campo dei mercati finanziari. Si veda, per tutti, M. S. GIANNINI, *Diritto pubblico dell'economia*, cit., passim.

⁽³²⁷⁾ L. GIANI, *Attività amministrativa e regolazione*, cit., 227.

⁽³²⁸⁾ Il riferimento è a L. TORCHIA, *Il controllo pubblico della finanza privata*, cit.

⁽³²⁹⁾ La tesi qui criticata è espressa anche da F. G. SCOCA, *Attività amministrativa*, in *Enciclopedia del Diritto*, VI Agg., Milano, 2002, 76 ss., secondo il quale "l'attività di regolazione è diretta al corretto funzionamento di un determinato settore di attività (in principio) private di carattere economico o anche sociale e caratterizzate da un elevato livello di specializzazione (mercato, servizi pubblici, comunicazioni, assicurazioni, etc.). Essa consiste in un'azione continua di osservazione, regolazione, correzione delle attività che gli operatori del settore pongono in essere, al fine di farle svolgere in modo conforme ai principi e ai valori che di volta in volta vengono individuati dalla legge. E' diretta alla cura di un interesse (assunto come pubblico) consistente esclusivamente nel corretto funzionamento del settore. (...) Negli obiettivi della regolazione non rientra nemmeno lo sviluppo del settore. Non si tratta di attività che risponda ad interessi di politica economica. (...) Data la natura dell'interesse pubblico che la giustifica, la regolazione si articola in attività normativa, limitata peraltro alla posizione di regole di corretto funzionamento, e attività di vigilanza sull'applicazione di tali regole nonché d'intervento in caso di violazione di esse". (80-81).

opportunistici o illeciti degli operatori del settore, né da atteggiamenti protezionistici o dirigistici dei pubblici poteri. Pare quindi che solo attribuendo questo ulteriore contenuto “di senso” potrà dirsi che l’interesse pubblico sotteso alla regolazione dei mercati finanziari ha a oggetto il funzionamento del settore.

Va inoltre precisato, come è stato già ricordato sopra, che l’interesse pubblico al funzionamento del sistema non è il solo interesse sotteso all’attività regolatoria (e di controllo), ma convive con altri interessi, di contenuto composito, che hanno pari grado e pari natura (la tutela del risparmio e degli investitori ⁽³³⁰⁾, la concorrenzialità del mercato).

Spetterà alle Autorità di regolazione di settore conciliare questi interessi pubblici, spesso volte tra loro confliggenti, e le libertà e gli interessi privati, nei modi che si tratteggeranno nel successivo paragrafo.

3. La regolazione come esercizio di potestà discrezionale in senso proprio

Rilevata la natura pubblica dell’interesse curato nel settore qui considerato dalle Autorità di regolazione interessate, l’oggetto delle riflessioni conclusive si rivolge ora alla natura del potere da esse esercitato.

Sul punto va avvertito, *in limine*, che il compito risulta, in parte, agevolato (quantomeno per un profilo d’indubbio rilievo) dalle considerazioni appena svolte circa la natura dell’interesse curato dalle autorità in questione, poiché la constatata natura pubblica dell’interesse perseguito dalle Autorità di regolazione fa, di conseguenza, venire meno la principale “pregiudiziale assiologica” tradizionalmente impiegata per affermare senz’altro l’assenza, in questi ambiti, di manifestazioni di potestà di natura discrezionale ma, al più, di discrezionalità puramente tecnica, vale a dire la natura non pubblica degli interessi curati dalle Autorità di settore ⁽³³¹⁾.

⁽³³⁰⁾ Quest’ultimo interesse, sotteso anch’esso all’attività di regolazione dei mercati finanziari, ci pare possa essere definito come l’interesse a che la scelta individuale di indirizzare in via diretta il proprio risparmio sul canale dei mercati finanziari sia, il più possibile, consapevole e avvertita, sostanzialmente non viziata (tutela dell’investitore in senso stretto); a tale aspetto si rapporta poi l’ulteriore profilo di garantire che il risparmio privato, in quanto tale, sia il più possibile al riparo (possibilmente con meccanismi di garanzia preventivi) da possibili crisi che possano investire gli operatori finanziari a livello micro e macro sistemico.

⁽³³¹⁾ Sulla discrezionalità amministrativa la letteratura è sterminata. Ci è sembrato, pertanto, opportuno limitare le indicazioni delle fonti dottrinali a quelle che sono state effettivamente utilizzate per questo

Conclusioni

Ma di questo punto ci occuperemo più avanti. Basterà, qui, per il momento rilevare come recenti studi sulla discrezionalità amministrativa abbiano dimostrato, con dovizia di argomentazioni, come il criterio dell'interesse pubblico ⁽³³²⁾ non sia dirimente a fini qualificatori della natura del potere esercitato, potendosi predicare la presenza di esercizio di poteri discrezionali in senso proprio anche laddove non sia l'interesse pubblico a essere oggetto di diretta considerazione del potere stesso ⁽³³³⁾.

Ciò posto, passiamo a trattare il tema qui in esame.

Si è visto, nella parte dedicata all'analisi delle funzioni, come gli strumenti di regolazione utilizzati dalle Autorità di regolazione di settore siano per lo più atti a contenuto generale che, di volta in volta, assumono la veste di regolamenti ovvero di atti amministrativi generali; mentre in misura ridotta le medesime Autorità casi fanno ricorso all'impiego di atti a carattere particolare ⁽³³⁴⁾.

L'adozione degli atti a contenuto generale e, tra questi, gli atti regolamentari costituisce, quindi, lo strumento tipico in cui si sostanzia l'attività regolativa delle Autorità di regolazione dei mercati finanziari.

lavoro e che di volta in volta verranno indicate quando opportuno. Per un inquadramento generale della materia, sul piano delle trattazioni generali, si veda, per le diverse prospettive e per l'evoluzione che il concetto ha avuto, F. CAMMEO, *Corso di diritto amministrativo* (ed. cur. da Giovanni Miele), Padova, 1964; G. MIELE, *Principi di diritto amministrativo*, II ed. Padova, 1953; E. CAPACCIOLI, *Manuale di diritto amministrativo*, II ed., Padova, 1983, M.S. GIANNINI, *Diritto amministrativo*, cit., 483-496, cui *adde*, tra le opere recenti, V. CERULLI IRELLI, *Corso*, cit., 364 ss. e D. SORACE, *Diritto delle amministrazioni*, cit., 249-267.

⁽³³²⁾ Il terzo "momento logico" di cui parla M.S. Giannini nella sua nota monografia sulla discrezionalità del 1939 citata in precedenza.

⁽³³³⁾ Così, chiaramente, P. LAZZARA, *Autorità indipendenti e discrezionalità*, Padova, 2000, 150-153: "appare riduttivo considerare 'discrezionali' soltanto quelle scelte che sembrano implicare una diretta considerazione dell'interesse pubblico" in quanto tale formula sarebbe descrittiva, non operativa. Secondo l'A., l'interesse pubblico come nozione non dovrebbe essere usata a fini ermeneutici: "il c.d. 'interesse pubblico' costituisce ratio giustificativa delle prerogative dell'amministrazione ma non elemento ermeneutico alla cui stregua riconoscere all'amministrazione una generale posizione di superiorità nello svolgimento delle funzioni pubbliche. Per queste ragioni, l'interesse pubblico non appare elemento individuabile allo "stato puro" nelle singole previsioni normative; esso costituisce l'ultima ragione di qualsiasi legittima produzione autoritativa di effetti giuridici sostanziali. Allo stesso modo, esso non costituisce elemento di distinzione tra discrezionalità amministrativa e 'discrezionalità tecnica". Ma già C. MARZUOLI, *Potere amministrativo e valutazioni tecniche*, Milano, 1985, secondo cui "la locuzione "interesse pubblico" può convivere sia con un'attività vincolata che con un'attività discrezionale" (210),

⁽³³⁴⁾ Per lo più atti di autorizzazione (costitutivi o dichiarativi), di posizione di obblighi conformativi, di applicazione di sanzioni. Peraltro, l'importanza del potere regolamentare e degli atti che ne sono espressione non richiede particolari dimostrazioni anche in questo ambito, poiché costituisce sia mezzo attraverso cui l'Autorità stessa conforma l'esercizio futuro della propria azione amministrativa, sia misura per lo svolgimento dell'attività di vigilanza, sia parametro di giudizio per il controllo della legittimità del suo operato.

Conclusioni

Occorre, tuttavia, prima di procedere oltre, meglio esplicitare le ragioni che giustificano l'affermazione che l'atto a contenuto generale sia atto tipico di esercizio della funzione regolatoria nel settore dei mercati finanziari.

A questo riguardo può essere utile fare cenno al quadro teorico in cui si collocano gli atti a contenuto generale adottati dalle amministrazioni pubbliche ⁽³³⁵⁾.

In prima approssimazione, gioverà rammentare come una diffusa opinione, sulla cui base si fonda la tradizionale distinzione tra atti a contenuto generale e atti a contenuto particolare, neghi la possibilità che gli atti a contenuto generale possano avere un contenuto discrezionale in senso proprio ⁽³³⁶⁾.

Secondo tale impostazione teorica, i regolamenti delle autorità amministrative replicherebbero dall'atto normativo per eccellenza, la legge, il carattere della generalità e dell'astrattezza. Di questi due caratteri, l'astrattezza, intesa come indefinita ripetibilità dell'applicazione del precetto "tante quante volte si verificherà il presupposto" ⁽³³⁷⁾ previsto dalla disposizione stessa, costituirebbe, a sua volta, l'elemento discreitivo tra regolamenti e atti amministrativi generali, i quali ultimi, a differenza dei primi, pur applicando ed eseguendo norme vigenti nei confronti di una pluralità di soggetti indeterminati, esaurirebbero i propri effetti *una tantum*.

Il profilo che, invece, accomunerebbe regolamenti e atti amministrativi generali starebbe in ciò, che per entrambi non è ammesso predicarne il contenuto discrezionale in senso proprio, se non in un'accezione atecnica e impropria. Ciò in quanto discrezionale in senso tecnico può reputarsi solo l'atto espressivo del concreto provvedere, l'atto cioè col quale l'individuazione dell'interesse pubblico in concreto da perseguire scaturisce da una ponderazione tra l'interesse pubblico primario e gli interessi (pubblici e privati) secondari che vengono in rilievo in una data situazione concreta.

Come affermato spesso dalla giurisprudenza amministrativa ⁽³³⁸⁾, l'atto a contenuto generale "a differenza di quello normativo, ha carattere concreto, per ciò che appare idoneo a realizzare da sé, senza necessità di ulteriori svolgimenti, i fini cui è preordinato; ma a differenza dell'atto particolare esso non può regolare una situazione singola, nella quale debba risolversi una valutazione comparativa fra specifici interessi

⁽³³⁵⁾ In argomento, da ultimo, G. DELLA CANANEA, *Gli atti amministrativi generali*, Milano, 2000.

⁽³³⁶⁾ V. CRISAFULLI, *Nota*, in *Giust. cost.*, 1961.

⁽³³⁷⁾ G. U. RESCIGNO, *L'atto normativo*, 1998, Bologna, 15.

⁽³³⁸⁾ Es. Consiglio di Stato, sez. IV, 29 luglio 1980, n. 807.

Conclusioni

pubblici e situazioni soggettive determinate da sacrificare a quelli, perché il concetto di generalità implica la contestualità di valutazioni molteplici e una posizione di originaria “indifferenza” rispetto agli obiettivi finali da realizzare, delle situazioni concrete sulle quali l’atto generale deve incidere”⁽³³⁹⁾.

Pertanto, gli atti a contenuto generale non ‘provvedono’, bensì ‘dispongono’: da tale carattere del ‘disporre’ discenderebbe, poi, sotto il profilo della tutela giurisdizionale, il fatto che i regolamenti, salvo i casi in cui siano direttamente e immediatamente lesivi, possano impugnarsi solo assieme al provvedimento che li attua.

La conseguenza logica che discende da quest’impostazione sarebbe, allora, che se tra regolamento e provvedimento puntuale sussiste (quasi) sempre un rapporto di presupposizione, non può in (quasi) nessun caso ammettersi la possibilità che l’atto regolamentare coaguli in sé il momento del ‘disporre’ e il momento del ‘provvedere’.

Il quadro teorico testé (sommariamente) descritto, pur utile a fini classificatori su un piano astratto, rivela la propria incapacità di tenere conto delle complesse variabili e dei processi di ibridazione cui sono soggetti gli istituti giuridici nel loro concreto divenire.

Se è vero che le mutazioni di carattere organizzativo degli ultimi anni spingono, infatti, ad accantonare la visione sostanzialmente monistica della pubblica amministrazione per accoglierne, piuttosto, una pluralistica e polimorfica, non si può allora disconoscere che questi processi abbiano riversato i propri effetti anche sulle modalità, sulle tecniche di cura degli interessi pubblici ⁽³⁴⁰⁾.

Se si condivide questa premessa, diventa allora sostenibile ritenere che in taluni settori, quale quello dei mercati finanziari, ormai completamente assoggettato al diritto europeo, dove l’incidenza di radicali mutazioni di ‘paradigma’ si avverte con maggiore intensità, il ‘concreto’ provvedere, mediante quindi atti puntuali, sia recessivo rispetto al provvedere con atti a contenuto generale ⁽³⁴¹⁾.

⁽³³⁹⁾ Citata da V. CERULLI IRELLI, *Corso*, cit., 507.

⁽³⁴⁰⁾ Come giustamente rileva G. MORBIDELLI, *Sul regime amministrativo delle autorità indipendenti*, in ID., *Scritti di diritto pubblico dell’economia*, Torino, 2000 (ma 1997), 171.

⁽³⁴¹⁾ In altri termini, si ritiene non errato sostenere che il contenuto tipico degli atti normativi regolamentari possa esaurirsi in un ‘concreto’ provvedere in via generale, nel senso cioè che l’esercizio della funzione si è esaurito nel momento stesso in cui è posta la regola, non residuando alcun margine per ulteriori attività (se non quella di controllo). L’impianto teorico in discussione non pare quindi possa dirsi esplicativo di tutte le ipotesi ‘contenutistiche’ di un atto regolamentare. Se, infatti, può indicarsi nel ‘disporre’ la futura azione dell’amministrazione l’elemento che caratterizza, in via generale, l’atto

Conclusioni

Ma, si potrebbe obiettare, sostenere che il ‘concreto’ provvedere si persegue con gli strumenti del ‘disporre’ non è una contraddizione in termini?

La contraddizione è più apparente che reale. Se si considera, infatti, il generale obiettivo dell’unione europea di politica economica di realizzare un mercato unico dei mercati finanziari, non si potrà non convenire che questo potrà essere perseguito (e attuato) a patto di garantire, quale pre-condizione (minimale) per la sua riuscita, la pari opportunità di accesso al mercato e la parità delle condizioni di permanenza nello stesso. Questa garanzia, pertanto, non potrebbe essere realizzata se non attraverso atti che assicurino, *in apicibus*, l’imparzialità in senso oggettivo delle scelte dell’autorità di regolazione.

Non è, infatti, un caso, che nel settore in esame, l’adozione di provvedimenti puntuali (il ‘concreto’ provvedere, quindi) avvenga in presenza di situazioni patologiche, quando cioè si pone un’esigenza di correggere o reprimere, con immediatezza, delle anomalie riscontrate (che possono riguardare, ad es., il singolo intermediario, taluni strumenti finanziari quotati, etc.) ovvero nei casi in cui il rilascio di un’autorizzazione è subordinato ad una valutazione che non poteva essere risolta in alcun modo *ex ante* con l’atto generale.

In altri termini, a nostro parere, la contraddizione denunciata è superabile se si tiene fermo il convincimento che l’attività dell’autorità di regolazione dei mercati finanziari si risolve massimamente nella posizione di regole che non abbisognano di una loro successiva attuazione con provvedimenti puntuali.

Si comprende allora come nella maggioranza dei casi gli atti a contenuto generale delle autorità di regolazione (del settore in esame) il disporre l’esercizio futuro dell’azione amministrativa si compenetra e si confonde con il provvedere concreto: il ricorso ad una successiva attività provvedimentale risulta così essere quantitativamente ridotto rispetto all’utilizzo del modulo prima ricordato ⁽³⁴²⁾.

regolamentare, ciò di fatto non impedisce, tuttavia, la possibilità che taluni regolamenti abbiano ad oggetto un ‘provvedere’.

⁽³⁴²⁾ Conforme L. DE LUCIA, *La regolazione dei servizi*, cit., secondo il quale molti dei poteri normativi attribuiti alle amministrazioni di regolazione non sono propedeutici all’emanazione di ulteriori atti amministrativi “ma sono finalizzati unicamente a conformare l’attività (e dunque le situazioni giuridiche) dei soggetti operanti in determinati mercati” (315) sottolineando altresì che è la dinamica di produzione giuridica degli atti normativi o gli atti amministrativi generali delle amministrazioni di regolazione ad avvicinare tali atti più al provvedere che al disporre.

Conclusioni

L'attività provvedimentale assume, per contro, un maggiore spessore quantitativo in occasione dell'esercizio delle funzioni di controllo in senso proprio, in quanto l'adozione di atti puntuali (ordini, diffide, sospensioni, revoche di autorizzazioni, scioglimenti di organi di amministrazione, etc.) trova la propria causa nella natura stessa dell'attività esercitata, che è quella di verificare se il comportamento del soggetto vigilato sia o meno conforme al parametro di giudizio posto dall'atto di regolazione posto dalla Autorità di settore o dalla norma di rango primario ⁽³⁴³⁾.

Occorre ora svolgere alcune considerazioni conclusive in merito alla natura discrezionale di alcune (rilevanti) manifestazioni dell'agire delle amministrazioni di settore.

La tesi di fondo è che il contenuto degli atti di regolazione delle autorità preposte al settore dei mercati finanziari siano, in massima parte, espressione di esercizio di poteri discrezionali.

Il capitolo precedente ci ha fornito gli elementi su cui fondare tale conclusione. L'analisi dei settori in quella sede considerati si ritiene consenta di avvertire che tanto nel momento della posizione delle regole (il momento del "disporre"), quanto nel momento di traduzione della regola in atto (il momento del "provvedere"), si sia sempre al cospetto di una ponderazione comparativa tra più interessi pubblici e privati, connotando quindi i due momenti come esercizio di discrezionalità amministrativa ⁽³⁴⁴⁾.

Ma proseguiamo per ordine. Tradizionalmente, la discrezionalità amministrativa è stata concepita come possibilità di operare scelte, (mediante una comparazione quantitativa e qualitativa degli interessi pubblici e privati che concorrono in una

⁽³⁴³⁾ Concludendo definitivamente in punto di analisi degli elementi strutturali degli atti di regolazione, si può affermare che, in quanto connaturato al bisogno di soddisfare primariamente gli obiettivi di prefigurare (ex ante) le modalità della futura azione amministrativa per quei profili che non richiedono alcuna valutazione di 'opportunità' (cioè per quei profili che soggiacciono alla mera verifica del possesso di determinati requisiti); e di garantire agli operatori nazionali e comunitari che decidessero di entrare nel mercato parità di opportunità e di condizioni nell'accesso e nello svolgimento delle relative attività, ponendo regole puntuali (auto-applicative), lo strumento tipico di esercizio della funzione regolatoria è senz'altro l'atto a contenuto generale. Abbiamo così che l'atto a contenuto generale adottato dalle autorità di regolazione si presenta con una pluralità di contenuti: alcune disposizioni conterranno norme bi-direzionali (in parte norme di azione, in quanto rivolte nei confronti dell'amministrazione prefigurandone le modalità della futura azione, in parte norme di relazione, in quanto rivolte nei confronti dei privati, prefigurando i requisiti e le condizioni per accedere al mercato), altre saranno auto-applicative (in quanto immediatamente 'conformative').

⁽³⁴⁴⁾ In questo senso, da ultimo, M. PASSARO– F. MERUSI, *Autorità indipendenti*, in Enciclopedia del Diritto, VI, Agg., 2002 143 ss., in part. 179.

Conclusioni

situazione sociale oggettiva ⁽³⁴⁵⁾) e di disporre per il caso concreto nel modo più adeguato alle esigenze delle finalità pubbliche affidate alla cura della pubblica amministrazione. Si aggiunge poi che il tratto differenziale tra discrezionalità e discrezionalità 'tecnica' starebbe essenzialmente in ciò, che nel secondo caso sarebbe preclusa la facoltà di scegliere come disporre dell'interesse pubblico.

Se accogliamo questa definizione e procediamo a scomporla, avremo schematicamente che per poter affermare che si è in presenza di discrezionalità amministrativa occorre quantomeno: a) una norma attributiva del relativo potere; b) un margine di scelta lasciato all'amministrazione; c) finalità pubbliche da curare.

Il punto c) è stato già sviluppato nel precedente paragrafo a cui si rimanda. Qui residuano i punti a) e b), che sono tra loro connessi.

In ordine al punto a) non v'è norma nell'ordinamento che espressamente attribuisca il suddetto potere all'amministrazione. Esso, pertanto, dovrà essere ricavato altrimenti, mediante cioè un'attività ermeneutica della normativa di settore (e non solo) da cui sia possibile evincere se la cura di certi interessi pubblici presuppone esercizio di poteri discrezionali ⁽³⁴⁶⁾. Criterio integrativo dell'attività ermeneutica sopra enunciata è quello dell'analisi della struttura della norma, in quanto la più o meno indeterminatezza della stessa ovvero la presenza di clausole generali può essere un indice rilevante del fatto che l'amministrazione sia titolare di potestà discrezionale.

Applicando questo schema alla disciplina dei mercati finanziari, notiamo fin da principio che l'impianto normativo di riferimento, nel nostro caso il TUF, si presenta 'neutro' (quasi anfibologico), nel senso cioè che da esso, considerato nel suo complesso, non è possibile rinvenire elementi decisivi per sostenere o negare che le amministrazioni preposte al settore siano dotate di poteri discrezionali. E' evidente, pertanto, che arrestando a questa soglia l'indagine, il risultato dell'attività ermeneutica, qualunque esso sia, sarà allora essenzialmente condizionato dall'orientamento ideologico cui l'interprete ha inteso aderire ⁽³⁴⁷⁾. Onde evitare (o contenere il più possibile) quest'eventualità, occorre pertanto rivolgere l'attenzione alla struttura della norma, al suo carattere più o meno determinato, per cogliervi l'eventuale esistenza di

⁽³⁴⁵⁾ M.S. GIANNINI, *Il potere*, cit., 74.

⁽³⁴⁶⁾ Sul punto, vedi V. CERULLI IRELLI, *Note in tema di discrezionalità amministrativa e sindacato di legittimità*, in *Dir. proc. amm.*, 1984, 463 ss., in part.475.

⁽³⁴⁷⁾ Sull'interpretazione e sui suoi risvolti vedi V. FROSINI, *La lettera e lo spirito della legge*, III ed., Milano, 1998, passim, in part.61 ss.; cui *adde*, per ulteriori stimolanti spunti C. PERELMAN, *Logica giuridica nuova retorica*, Milano, 1979.

Conclusioni

elementi da cui poter chiaramente inferire che la norma, lasciando all'amministrazione dei margini per integrarne il contenuto, abbia voluto con ciò attribuire all'amministrazione la possibilità di scegliere il modo più adeguato per curare l'interesse pubblico che quella data norma ha preso di mira.

Replicando il procedimento di sussunzione che abbiamo poc'anzi svolto, viene in rilievo che le norme indeterminate o contenenti clausole generali presenti nella normativa primaria di settore pare confermino quanto qui sostenuto.

Da esse è, infatti, possibile argomentare che i margini di indeterminatezza presenti nelle norme primarie non si limitano a presupporre una mera attività integratrice (attuativa) della legge da parte delle amministrazioni di settore, ma al contrario attribuiscono all'amministrazione il compito di soddisfare in concreto le finalità pubbliche assegnate alla sua cura e indicate in via generale nelle norme di 'principio' della disciplina, in una parola potestà discrezionali.

Passando ora a trattare il punto b), la disposizione in parola, lungi dal poter essere considerata una mera 'norma sulla competenza', mette sullo stesso piano, accanto alle finalità della vigilanza, una serie di interessi eterogenei, alcuni complementari tra loro, altri *naturaliter* confliggenti.

Le implicazioni che se ne ricavano sono duplici. In primo luogo, l'indicazione da parte della norma delle finalità pubbliche, poste su un piano di pari grado, esprime chiaramente che il legislatore non ha posto alcun equilibrio tra essi, ma semmai ha 'imposto' alle autorità di settore di realizzarlo.

Posta in altri termini, la norma, per come è strutturata, indica inequivocabilmente che è rimesso alle Autorità di regolazione il potere di determinare in concreto, nella misura che esse riterranno più opportuno e nel modo più adeguato, la misura dell'equilibrio tra i vari interessi in gioco ⁽³⁴⁸⁾.

⁽³⁴⁸⁾ Ma al di là dell'art.5, che è norma paradigmatica, vi sono svariate altre disposizioni che lasciano intravedere 'riserve' di scelta alle amministrazioni di settore. Si pensi, ad es., all'art.7, co.2, secondo cui la Banca d'Italia, non solo ha poteri conformativi generali in ordine all'adeguatezza patrimoniale, al contenimento del rischio nelle sue diverse configurazioni, alle partecipazioni detenibili, all'organizzazione amministrativa e contabile e ai controlli interni dei soggetti vigilati, ma anche il potere d'impartire, se del caso, a fini di stabilità, disposizioni di carattere particolare; e al co.3, nella parte in cui prevede che la Banca d'Italia e la Consob possano ordinare la sospensione o la limitazione temporanea dell'emissione o del rimborso di quote o azioni di Oicr nell'interesse pubblico o dei partecipanti. Ancora, l'art.15 che attribuisce alla Banca d'Italia il potere di impedire l'acquisizione di una partecipazione in una Sim, Sicav o Sgr quando da tale acquisizione possa derivare pregiudizio alla sana e prudente gestione della società o a consentire l'effettivo esercizio della vigilanza. E gli esempi potrebbero continuare.

Conclusioni

Il contenuto degli atti regolamentari e degli atti generali a contenuto precettivo delle Autorità di regolazione dei mercati finanziari si presenta, quindi, come espressione dell'esercizio di una potestà discrezionale che, a seconda delle circostanze del caso concreto, si risolve sostanzialmente in un giudizio di prevalenza di un interesse pubblico rispetto ad altri interessi, anch'essi pubblici o altrimenti privati.

In altri termini, le Autorità di regolazione di settore, a fronte di plurimi interessi equiordinati e complessivamente rimessi alla loro cura, sono chiamate a stabilire, in concreto, la misura di equilibrio di siffatti interessi esercitando un potere, qui ritenuto di natura discrezionale, massimamente attraverso l'adozione di atti a contenuto generale ⁽³⁴⁹⁾.

Le Autorità di regolazione, pertanto, mediante l'esercizio del potere normativo, tipico e atipico di cui dispongono, svolgono un'attività che non si esaurisce nell'integrazione del precetto posto dalla normativa primaria, ma si estende anche alla individuazione, tra i diversi e coesistenti interessi pubblici, dell'interesse che in concreto hanno inteso perseguire.

Quanto fin qui discorso assume poi ancora più pregnanza se riferito all'ESMA.

E' sufficiente qui richiamare a conforto il ragionamento sviluppato dalla Corte di Giustizia dell'Unione europea nella nota sentenza 22 gennaio 2014 resa all'esito della causa C- 270/12 ⁽³⁵⁰⁾, intentata dalla Gran Bretagna contro il Parlamento e il Consiglio

⁽³⁴⁹⁾ Si consideri, a titolo d'esempio, l'art.6, co.2, del TUF che attribuisce alla Consob il potere regolamentare di vigilanza sugli intermediari finanziari. Tale disposizione, infatti, individua una pluralità di interessi di cui la Consob deve tener conto nel momento della posizione della disciplina regolamentare e presuppone, quindi, un'ampia libertà di scelta della stessa in ordine alla determinazione dell'esatto punto di equilibrio tra i diversi interessi che vengono, nello specifico, in rilievo: l'interesse alla tutela del pubblico risparmio (sub-specie tutela dell'investitore, tenendo conto delle differenti esigenze di tutela che possono riscontrarsi all'interno della categoria tra investitori professionali e non professionali); l'interesse (secondario) ad una efficace vigilanza (espresso nel disciplinare le procedure, anche di controllo interno, relative ai servizi prestati e la tenuta delle evidenze e degli ordini e delle operazioni effettuate); l'interesse al buon funzionamento del mercato. Ma lo stesso può dirsi, altresì, in merito alla potestà regolamentare riconosciuta alla Consob dall'art.25, co.2, del TUF in ordine all'individuazione delle ipotesi in cui la negoziazione di strumenti finanziari trattati nei mercati regolamentati italiani deve essere eseguita nei mercati regolamentati stessi (stabilendo al contempo le condizioni alla presenza delle quali l'obbligo non sussiste), in cui, nell'assenza di criteri orientativi indicati dalla norma primaria, amplissima si dimostrerà la discrezionalità della Consob nel determinare siffatte ipotesi (anche qui, presumibilmente mediando tra l'interesse pubblico alla tutela degli investitori-risparmiatori e l'interesse pubblico al buon funzionamento del mercato finanziario).

⁽³⁵⁰⁾ Si vedano, in proposito, D. ROSSANO, *Lo short selling e i poteri dell'Esma*, in Rivista trimestrale di diritto dell'economia, 4/2014, J. PELKMANS – M. SIMONCINI, *Mellowing Meroni: How ESMA Can Help Build the Single Market*, in CEPS Commentary, 2014; P. NICOLAIDES – N. PREZIOSI, *Discretion and Accountability: The ESMA Judgment and the Meroni Doctrine*, Bruges European Economic Research Papers, 30/2014; C. DI NOIA – M. GARGANTINI, *Unleashing the European Securities and Markets Authority: Governance and Accountability after the ECJ Decision on the Short Selling Regulation (Case C-270/12)*, in European Business Organization Law Review, 15, 2014; M. DE BELLIS, *I poteri di intervento*

Conclusioni

dell'Unione europea per l'annullamento dell' articolo 28 del Regolamento (UE) n. 236/2012 che attribuisce all'ESMA il potere di vietare, in determinate circostanze, la vendita di derivati allo scoperto in presenza di una minaccia all'ordinato funzionamento e all'integrità dei mercati finanziari o alla stabilità del sistema finanziario dell'Unione e sussistano implicazioni transfrontaliere ⁽³⁵¹⁾.

Nelle motivazioni di rigetto del ricorso presentato dal Regno Unito si rinviene, tra l'altro, unitamente all'esclusione dell'applicazione nella specie dei principi della sentenza Meroni/Alta Autorità ⁽³⁵²⁾, l'affermazione che il regolamento impugnato, unitamente al regolamento istitutivo dell'ESMA e del SEVIF “fanno parte di un insieme di strumenti di regolamentazione adottati dal legislatore dell'Unione affinché quest'ultima, tenuto conto dell'integrazione dei mercati finanziari internazionali e del rischio di contagio delle crisi finanziarie, possa operare in favore della stabilità finanziaria internazionale, come si evince dal considerando 7 del regolamento n. 1092/2010 (istitutivo del SEVIF)”. Pertanto, l'articolo impugnato (art. 28) deve essere inteso come facente parte di un insieme di disposizioni volte a dotare le autorità nazionali competenti e l'ESMA “di poteri di intervento per fronteggiare sviluppi sfavorevoli tali da minacciare la stabilità finanziaria all'interno dell'Unione e la fiducia dei mercati (...). Questi enti dispongono di un elevato livello di perizia professionale e

dell'ESMA sulle vendite allo scoperto, in *Giornale di diritto amministrativo*, 7/2014, D. ADAMSKI, *The ESMA Doctrine: A Constitutional Revolution and the Economics of Delegation*, in *European Law Review*, 39, 2014.

⁽³⁵¹⁾ L'ESMA è autorizzata ad adottare le misure di cui all'articolo 28, paragrafo 1, del regolamento n. 236/2012 soltanto qualora, ai sensi del paragrafo 2 del medesimo articolo, tali misure affrontino minacce all'ordinato funzionamento e all'integrità dei mercati finanziari o alla stabilità di tutto o di parte del sistema finanziario dell'Unione e sussistano implicazioni transfrontaliere. Inoltre, ogni misura dell'ESMA è subordinata alla condizione che nessuna autorità nazionale competente abbia adottato misure per rispondere a dette minacce o che una o più fra tali autorità abbiano adottato misure non adeguate a far fronte alla minaccia in questione. Inoltre, l'ESMA deve tenere conto, ai sensi del paragrafo 3 di detto articolo, del grado in cui tali misure affrontano in modo significativo la minaccia all'ordinato funzionamento e all'integrità dei mercati finanziari o alla stabilità di tutto o di parte del sistema finanziario dell'Unione o migliorano in modo significativo la capacità delle autorità nazionali competenti di monitorare tale minaccia, non creano un rischio di arbitraggio normativo e non producono effetti negativi sull'efficienza dei mercati finanziari, come la riduzione della liquidità su detti mercati o la creazione di incertezza per i partecipanti al mercato, che risultino sproporzionati rispetto ai benefici.

⁽³⁵²⁾ Secondo cui mentre una delega di poteri di esecuzione nettamente circoscritti e il cui esercizio, per tale ragione, è soggetto a un controllo rigoroso in base a criteri oggettivi stabiliti dall'autorità delegante non può modificare in modo notevole le conseguenze derivanti dall'esercizio dei poteri che essa attribuisce, all'opposto una delega che conferisca un “potere discrezionale che comporti una ampia libertà di valutazione ed atto ad esprimere, con l'uso che ne viene fatto, una politica economica vera e propria” determina un “vero e proprio spostamento di responsabilità”, poiché importa la sostituzione degli apprezzamenti dell'autorità delegata a quelli dell'autorità delegante. Con la conseguenza che là dove la delega consenta all'organo delegato una “libertà di apprezzamento tale da concretarsi in un vero potere discrezionale” questa non può ritenersi compatibile con “quanto il trattato prescrive”.

collaborano strettamente nel perseguimento dell'obiettivo di stabilità finanziaria all'interno dell'Unione".

Peraltro, pare utile evidenziare che la discrezionalità in discorso non va confusa con "l'ampia discrezionalità" di cui la Corte di giustizia UE ritiene che questi organismi europei non possano disporre, poiché con tale locuzione il giudice europeo intende riferirsi alla capacità dell'organismo preso in considerazione di stabilire esso stesso i "fini" a cui indirizzare la propria azione, e non già la definizione di discrezionalità amministrativa, comunemente accettata nel nostro ordinamento, quale bilanciamento tra interessi pubblici e interessi privati (nel caso di specie, degli operatori del mercato) che, con i primi, entrano in conflitto.

Da qui, quindi, una possibile ulteriore conferma della natura discrezionale in senso proprio delle attività di regolazione esercitata dalle Autorità nazionali ed europee di settore.

In definitiva, mediante la ricostruzione e l'analisi, ancorché per sommi capi, dei principali ambiti 'materiali' in cui maggiormente si attesta l'azione delle Autorità di regolazione di settore, pare si siano forniti sufficienti elementi "indiziari" per dimostrare come, alla luce del dato positivo formale e del dato "effettuale", i fenomeni giuridici osservati abbiano consistenza diversa da quella tradizionalmente descritta e rappresentata; e che si siano forniti argomenti alla conclusione che non solo gli interessi affidati alla cura delle Autorità in questione siano pubblici, ma anche che una consistente significativa porzione dell'attività da queste svolta sia espressione di esercizio di discrezionalità amministrativa.

4. L'ESMA quale modello 'extravagante' di agenzia amministrativa indipendente tra presente e futuro

La creazione, avvenuta sul finire dello scorso decennio, di veri e propri organismi europei preposti alla regolazione del sistema finanziario, e in particolare, nella prospettiva qui considerata, del mercato dei prodotti e dei servizi finanziari, muniti di sempre più estesi compiti e penetranti poteri, offre l'opportunità di constatare come, in questo particolare ambito dell'economia, la continua evoluzione dei modelli organizzativi, di volta in volta impiegati per fare fronte a sempre più avvertite necessità

Conclusioni

di regolazione del settore, segua, di pari passo, i repentini sviluppi che caratterizzano i mercati qui considerati.

Inoltre, l'incessante "mutazione" del quadro di contesto ,nell'ambito del quale tali organismi sono chiamati a operare, sollecita costantemente interventi "correttivi" del legislatore europeo, il quale sempre più spesso interviene attribuendo nuovi compiti e nuovi poteri agli organismi in questione, spostando fortemente, in tal modo, il "baricentro" dell'attività di regolazione dei mercati finanziari, per quegli aspetti non già direttamente disciplinati dalla legislazione europea, dalle Autorità nazionali di regolazione alle Autorità europee.

Si è difatti assistito, nel corso degli anni, al progressivo passaggio da un modello organizzativo di tipo cooperativo puro della regolazione del sistema finanziario, in cui le competenze regolatorie erano intestate alle Autorità nazionali che "cooperavano" a livello transnazionale all'interno di un organismo istituito *ad hoc*, privo di personalità giuridica propria, per coordinare le proprie azioni e creare una "cultura" comune di vigilanza, a un modello connotato dall'accentramento in capo all'organismo europeo di significativi segmenti della più ampia funzione di regolazione, tradizionalmente riservata alle Autorità nazionali, e dalla attribuzione a essa, in via esclusiva, di poteri in determinate materie ⁽³⁵³⁾.

L'ESMA costituisce il punto di arrivo, ancorché provvisorio, come si avrà modo di accennare, dell'evoluzione anzidetta ⁽³⁵⁴⁾.

Oltre a svolgere il fondamentale – ma per certi aspetti tradizionale – compito di armonizzare, mediante la creazione di un *single rulebook*, le regole di vigilanza che le Autorità nazionali di regolazione devono applicare all'interno dell'area UE, l'ESMA è oggi titolare, come si è visto, di competenze dirette in specifiche materie (agenzie di rating del credito; vendita allo scoperto di derivati CDS; trade repositories) ed è a tale scopo dotata di adeguati poteri di regolazione in senso ampio (autorizzatori, precettivi, regolatori, ispettivi, sanzionatori, ecc.).

⁽³⁵³⁾ In questi termini, si sarebbe quindi assistito a una "centralizzazione delle scelte cooperative in sede europea (...) sotto l'ombrello di un'armonizzazione pro concorrenziale voluta dall'Unione" (P. BILANCIA, *Introduzione*, in P. BILANCIA (a cura di), *La regolazione dei mercati di settore tra autorità indipendenti nazionali e organismi europei*, Milano, 2012, 15). Della stessa autrice, per il periodo precedente al 2010, si veda P. BILANCIA, *Il sistema europeo di regolamentazione dei servizi finanziari*, in *Il diritto dell'economia*, 2008, 45 ss.

⁽³⁵⁴⁾ E lo è, ad avviso di chi scrive, molto di più rispetto all'EBA, oggetto negli ultimi anni di grandissimo interesse di studio, che si colloca in un contesto organizzativo senz'altro articolato e complesso nel cui ambito il proprio ruolo si compendia nella costituzione di un *single rulebook* nel settore bancario.

Conclusioni

Il novero delle aree di competenza diretta non costituisce, peraltro, un *numerus clausus*, in quanto, per il tramite dell'art. 1, par. 2, del suo regolamento istitutivo, a mente del quale l'ESMA è competente a esercitare i poteri conferiti nelle materie e nei limiti stabiliti dai regolamenti e dalle direttive che ad essa di volta in volta fanno riferimento, essa può, in astratto, essere destinataria dell'attribuzione di tutti i compiti di regolazione attualmente assegnati alle Autorità nazionali di regolazione. In altri termini, la citata disposizione regolamentare costituisce la cartina di tornasole della “capacità espansiva” sostanzialmente illimitata (*ratione materiae*), a costituzione “europea” vigente, delle competenze di tale organismo ⁽³⁵⁵⁾.

A ciò si aggiunga che l'ESMA, al pari delle altre Autorità del settore facenti parte del SEVIF, si ritiene sia munita di c.d. “poteri impliciti”, tenuto conto del fatto che essa può intervenire in settori comunque rilevanti per i partecipanti al mercato finanziario ⁽³⁵⁶⁾.

Deve poi sottolinearsi un ulteriore tratto peculiare dell'ESMA, che è dato dal fatto che essa, al pari degli altri organismi europei preposti alla regolazione del sistema finanziario nel suo insieme, è munita di specifici poteri di *compliance and enforcement* del diritto europeo direttamente nei confronti delle Autorità nazionali di regolazione.

Detti poteri sono infatti preordinati, da un lato, a conseguire l'armonizzazione di cui si è detto, ritenuta condizione essenziale per conseguire l'obiettivo ultimo della realizzazione di un mercato unico europeo dei capitali, per il tramite di atti di *soft law* sostanzialmente vincolanti, ancorché non formalmente; dall'altro, ad assicurare la stabilità, integrità e l'ordinato funzionamento dei mercati, mediante l'adozione in casi di urgenza, per fatti ritenuti pregiudizievoli di carattere sistemico⁽³⁵⁷⁾, di atti cogenti di natura conformativa nei confronti dei partecipanti al mercato, anche in via sostitutiva delle Autorità nazionali di regolazione.

⁽³⁵⁵⁾ Tecnica questa, impiegata dal legislatore europeo, coerente con logica incrementale delle competenze che contraddistingue storicamente l'evoluzione degli organismi amministrativi indipendenti, sia nazionali che europei (nell'esperienza italiana, la Consob ne è il più chiaro esempio).

⁽³⁵⁶⁾ Per partecipante al mercato si intende “ogni persona in relazione alla quale si applicano le direttive indicate nell'art. 1, par. 2, reg., o la legislazione nazionale di attuazione delle predette direttive”. Profilo quest'ultimo ricordato condivisibilmente da P. TROIANO, *Le competenze dell'European Securities and Markets Authority*, in P. BILANCIA (a cura di), *La regolazione dei mercati*, cit., 20).

⁽³⁵⁷⁾ Da qui si è quindi tratto argomento per affermare che le tre autorità in questione rappresentano un nuovo modello di agenzia europea (V. CERULLI IRELLI, *Dalle agenzie europee alle Autorità europee di vigilanza*, in M.P. CHITI e A. NATALINI (a cura di), *Lo spazio amministrativo europeo. Le pubbliche amministrazioni dopo il Trattato di Lisbona*, Bologna, 2012, 137 ss., secondo il quale “Dal punto di vista sistematico, esse rappresentano una importante evoluzione dell'amministrazione europea rispetto al modello delle Agenzie europee di coordinamento tra regolatori nazionali”).

Conclusioni

Sul piano strutturale, inoltre, ai componenti degli organi decisionali dell'ESMA, al pari di quelli delle altre Autorità europee di regolazione del sistema finanziario, di coeva istituzione, è riconosciuto uno *status* di assoluta indipendenza dalle istituzioni e dagli organismi, europei o nazionali, da cui sono stati designati o di cui sono espressione.

L'organismo europeo in questione è quindi un organismo indipendente, fondato su *expertise* tecnica, la cui indipendenza, peraltro, si manifesta nei confronti della Commissione europea anche in occasione della predisposizione dei progetti di norme tecniche di regolamentazione e di norme tecniche di attuazione. Quest'ultimo profilo, costituisce, senza dubbio, un tratto di evidente discontinuità degli organismi europei di regolazione del sistema finanziario istituiti nel 2010 rispetto ai precedenti comitati.

Sulla base degli elementi forniti, pare si possa quindi affermare, in considerazione delle loro caratteristiche strutturali e funzionali, che gli organismi europei di regolazione dei mercati finanziari, non sembrano riconducibili al modello organizzativo impiegato dall'Unione europea per curare interessi settoriali a significativo tasso di tecnicità⁽³⁵⁸⁾.

Ciò vale in particolare modo per l'ESMA. Se è indubbio, infatti, che, al pari delle altre Autorità europee di regolazione di settore, la sua funzione preponderante sia quella di produrre atti di *soft law* e progetti di norme tecniche di regolamentazione e norme tecniche di attuazione, che spetta poi alla Commissione europea tradurre in fonti normative cogenti mediante l'adozione di propri regolamenti (di secondo livello), non è altrettanto revocabile in dubbio che gli incisivi poteri regolatori, diversi da quelli in precedenza menzionati, di cui essa dispone nei confronti dei partecipanti al mercato, specie nei settori in cui ha competenze dirette (tendenzialmente "riservate": le agenzie di rating del credito; la vendita allo scoperto di CDS; i "trade repositories"), e delle stesse Autorità nazionali di regolazione⁽³⁵⁹⁾, nonché la presenza di elementi strutturali peculiari (ancorché in parte comuni a tutti gli organismi europei, quali ritraibili dall'art. 298, co. 1, TFUE), consentono di considerare l'ESMA un'organizzazione 'estravagante' rispetto al panorama delle agenzie amministrative indipendenti europee,

⁽³⁵⁸⁾ Il riferimento è al fenomeno della comitologia e al modello per agenzie su cui E. CHITI, *European Agencies Rulemaking: Powers, Procedures and Assessment*, European Law Journal, 2013, 93.

⁽³⁵⁹⁾ Nelle tre aree specifiche: risoluzione di controversie tra autorità nazionali in situazioni *cross border*, esercizio di poteri sostitutivi in caso di urgenza del provvedere o di non adeguato intervento da parte della autorità di vigilanza nazionale competente; vigilanza sulla piena attuazione da parte delle autorità di vigilanza nazionali del diritto europeo.

non riconducibile, come tale, ad alcuna delle classificazioni ‘per modelli organizzativi’ finora proposte in dottrina ⁽³⁶⁰⁾.

D'altra parte, l'impossibilità di ricondurre l'ESMA all'interno di un modello preconstituito, o di classificarla secondo una tassonomia prestabilita o comunemente accettata, troverebbe fondamento nella circostanza, obiettiva, che l'assetto, tanto funzionale quanto strutturale, dell'organismo di cui si discorre è lontano dal dirsi compiutamente definito.

Al di là dell'impiego da parte del legislatore europeo della tecnica della “competenza incrementale”, a cui si è fatto cenno in precedenza, che prende sovente forma, come detto, con l'assegnazione all'ESMA di ulteriori ambiti di materia in cui essa è chiamata ad adottare atti di *soft law* e proposte di adozione di atti normativi da parte della Commissione europea – e che costituisce, a ben vedere, una conseguenza ‘fisiologica’, sul piano della regolazione pubblica, dell'estremo dinamismo che caratterizza i mercati finanziari – un lustro di operatività dell'ESMA ha messo in evidenza i limiti che l'attuale cornice normativa di riferimento frappone all'efficacia e incisività della sua azione; limiti peraltro non superabili con interventi microsettoriali o di c.d. di *fine-tuning*, bensì con una riforma complessiva della disciplina istitutiva dell'organismo stesso.

Sulla scorta di questa consapevolezza ormai acquisita, nel marzo 2017 la Commissione europea ha così avviato una consultazione pubblica sull'operatività delle tre Autorità di vigilanza europee di settore (ESMA, EBA, EIOAP) con lo scopo di *identify areas where the effectiveness and efficiency of the ESAs can be strengthened and improved. More coordinated and integrated supervision will be increasingly important in future, notably to develop and integrate EU capital markets through Capital Markets Union* ⁽³⁶¹⁾.

⁽³⁶⁰⁾ Sul punto si veda M. DE BELLIS, *European Financial Supervision after the Crisis: Multi-Speed Models within a Two Track Framework*, in E. CHITI, G. VESPERINI (eds.), *The Administrative Architecture of Financial Integration*, cit. G. SCIASCIA, *Credit Rating Agencies in the Context of EU Regulation of Financial Markets: Developments, Standards, Public Functions*, in E. CHITI, G. VESPERINI (eds.), *The Administrative Architecture of Financial Integration. Institutional Design, Legal Issues, Perspectives*, Bologna, 2015.

⁽³⁶¹⁾ Così dal comunicato stampa del 22.3.2017 della Commissione europea riguardo al testo di cui alla *Public consultation on the operations of the European Supervisory Authorities*, rinvenibile su https://ec.europa.eu/info/finance-consultations-2017-esas-operations_en. Sul piano testuale, oggetto della consultazione sono i tre regolamenti istitutivi delle autorità di regolazione di cui si tratta (regolamento (UE) N. 1093/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20.11.2010, regolamento (UE) n. 1094/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20.11.2010 e regolamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20.11.2010) e l'oggetto della consultazione riguarda segnatamente: 1) compiti e poteri; 2) *governance*; 3) organizzazione e struttura; 4) risorse. Ciò al dichiarato scopo di individuare delle aree di sviluppo del Sistema europeo di vigilanza dei mercati finanziari *in the limits imposed by the EU Treaties*.

Conclusioni

I temi oggetto di consultazione su cui gli *stakeholders* sono stati invitati a esprimere la propria opinione involgono, per l'appunto, i profili qui in esame, e segnatamente i compiti e poteri degli organismi in questione, la loro *governance*, la stessa architettura dell'intera attività di regolazione a essi assegnata e, non da ultimo, l'adeguatezza dei rispettivi bilanci.

Per quanto riguarda il primo aspetto (compiti e poteri), il testo in consultazione prospetta tre ipotesi: ottimizzazione dei poteri e compiti esistenti; attribuzione di nuovi poteri per specifici compiti di natura prudenziale nel settore bancario e assicurativo; attribuzione di diretti poteri di vigilanza continua su alcuni segmenti dei mercati finanziari.

Su quest'ultimo fronte, rileva in questa sede evidenziare come il tema dell'attribuzione di diretti poteri di regolazione sia stato posto con esclusivo riferimento all'ESMA, sulla scorta della considerazione che una possibile estensione dei suoi poteri diretti anche su altri segmenti del mercato dei capitali potrebbe essere opportuna, specie in quei settori in cui si avverte un maggiore bisogno di integrazione, di efficienza e di corretto funzionamento, ovvero in quelle aree in cui risulti più efficiente che vi siano soluzioni uniformi, e non solo armonizzate, nell'applicazione al mercato dei capitali UE delle relative regole; ovvero ancora in quei segmenti di mercato in cui una intensa attività transfrontaliera da parte di operatori di mercato, anche di paesi terzi, determina più alti rischi per la stabilità e l'integrità del settore finanziario.

Per quel che concerne invece i profili strettamente organizzativi, il tema su cui è stata maggiormente sollecitata la discussione riguarda l'eventuale superamento della attuale architettura delle Autorità europee di regolazione, che riflette la tradizionale, ma forse non più consona, tripartizione della industria finanziaria in bancaria, assicurativa e mobiliare, attraverso la fusione dell'EBA e dell'EIOPA in un'unica Autorità e il contestuale affidamento all'ESMA di determinati poteri in materia di protezione degli investitori ⁽³⁶²⁾.

Il tratteggiato contesto della regolazione pubblica dei mercati finanziari, riguardato nella prospettiva prescelta, restituisce quindi un quadro istituzionale dai contorni non ancora stabilizzati.

⁽³⁶²⁾ Sulla "ingegneria" istituzionale nel settore dei mercati finanziari sia consentito rinviare ad A. PALAZZO, *Quale ruolo per le banche centrali nell'Ume?*, cit. Sempre attuale è poi V. COLANTUONI, *La Consob nella rete europea e sovranazionale dei poteri pubblici*, in *Diritto dell'Unione Europea*, fasc. 2, 1999, 269 ss.

Conclusioni

L'incombenza di prossimi ravvicinati sviluppi sul piano ordinamentale, che interesseranno direttamente la materia qui trattata, rende poi ulteriormente difficile anche abbozzare una conclusione più articolata sulla natura e sul ruolo dell'ESMA.

Tale organismo, infatti, pur essendo formalmente ascrivibile al relativo novero, presenta tratti tipologici senz'altro eccentrici rispetto al modello delle agenzie europee indipendenti, tale da indurre a interrogarsi se detta Autorità effettivamente rappresenti, nel panorama organizzativo dell'Unione europea, un nuovo archetipo di organismo amministrativo indipendente.

Le tendenze in atto sembrano deporre in questo ultimo senso ⁽³⁶³⁾. Se confermate, potrà allora con più convinzione affermarsi che il modello organizzativo rappresentato dall'ESMA costituisce un *unicum* nel panorama europeo, la cui eventuale successiva

⁽³⁶³⁾ D'altra parte, parziali conferme nel senso sopra diviso pare possano trarsi dalle prime posizioni assunte dall'ESMA il 27.5.2017 con il documento pubblicato in risposta alla consultazione indetta dalla Commissione europea sulla riforma dell'architettura istituzionale di vigilanza europea dei mercati finanziari (rinvenibile sul sito internet dell'Autorità). Quanto al profilo relativo al ripensamento complessivo della distribuzione di competenze tra essa e le Autorità nazionali di regolazione, l'ESMA, pur ritenendo preferibile che sia mantenuto un approccio misto nella distribuzione tra essa e autorità nazionali di vigilanza dei poteri di supervisione, ha sottolineato l'opportunità che siano a essa trasferite o attribuite competenze di vigilanza diretta su operatori di mercato e prodotti di paesi terzi che operano all'interno del perimetro europeo (il riferimento è, per esempio, alle CRAs le TRS le CCPs e simili di Paesi terzi), nonché nei confronti i c.d. *data providers*, previsti dalla direttiva MIFI II, in ragione dell'assenza, a livello nazionale di una regolazione *ad hoc* e della natura transfrontaliera dei servizi che tali enti offrono. Inoltre, l'ESMA suggerisce, per incrementarne la dissuasività, l'aumento delle misure edittali delle sanzioni che è competente a irrogare nei confronti dei soggetti già sottoposti alla sua diretta vigilanza. Sotto altro profilo, l'ESMA rileva che la dimensione transfrontaliera (*cross border dimension*) dell'attività delle CCP indica che l'attribuzione a livello UE a un gruppo organizzato di esperti potrebbe assicurare una maggiore coerenza ed effettività alla supervisione di questi soggetti, avuto riguardo al ruolo chiave che essi hanno in ambito europeo. Inoltre dovrebbero essere ricondotti all'ESMA i collegi di supervisori sui *Critical benchmarks* per assicurare, dato il loro rilievo infraeuropeo, un processo decisionale più efficiente e un loro coerente utilizzo. Per quanto riguarda, invece, la convergenza nella supervisione, l'ESMA richiede maggiori poteri in ordine alle autorizzazioni transfrontaliere (in area MIFID, UCITS e AIFMD) al fine di assicurare che le decisioni nazionali siano coerenti all'interno dell'UE. In particolare, l'ESMA ritiene per sé strategico avere un forte ruolo in tal senso, in quanto assicurerebbe coerenza nello scrutinio delle autorizzazioni da parte delle Autorità nazionali competenti e sui risultati della vigilanza, evitando un *race to the bottom with the associated risks to investor protection and stability*, specie con riguardo a contesti di attività transfrontaliere. Ciò, ad avviso dell'ESMA, contribuirebbe al successo del conseguimento dell'obiettivo avuto di mira dalle Istituzioni europee di realizzare una vera e propria unione dei mercati dei capitali. In questo stesso ambito, l'ESMA evidenzia infine l'opportunità anche di un rafforzamento dei propri poteri riguardo alla *peer review*, all'accesso alle informazioni sulle prassi impiegate dalle Autorità nazionali nell'esercizio della propria attività di vigilanza, e all'uso della procedura d'infrazione del diritto dell'Unione europea. Con specifico riguardo alla convergenza nella supervisione sulle pratiche di *financial reporting*, ESMA pur dando atto dell'esempio virtuoso rappresentato dall'*European Enforcers Coordination Sessions* (EECS), dove vengono decise le prassi comuni che debbono essere poi seguite a livello nazionale, lamenta in fatto che non ci sono strumenti per assicurare effettivamente che tali decisioni siano poi adempiute a livello di stato membro. Ciò è particolarmente rilevante per gli IFRS. Inoltre ESMA propone l'attribuzione a sé di un potere consultivo in ordine agli IFRS, ridimensionando quello dell'*European Financial Reporting Advisory Group*, che dovrebbe essere competente a rilasciare solo un parere tecnico, e che, in caso di conflitto tra i due pareri, dovrebbe prevalere quello dell'ESMA.

Conclusioni

evoluzione potrà ben consistere, naturalmente previa modifica dei Trattati vigenti, nell'iscrizione della stessa al novero delle istituzioni europee, alla stessa stregua di quanto è avvenuto, seppur sulla base di diversi presupposti e finalità, con l'Istituto monetario europeo ⁽³⁶⁴⁾, che, istituito nel gennaio 1994 con compiti di predisposizione del quadro regolamentare, organizzativo e logistico necessario per l'attuazione della fase finale dell'Unione monetaria europea, esaurito il proprio compito, tramutò in Banca centrale europea, che, come è noto, è oggi una delle sette istituzioni di cui si compone l'Unione europea, ai sensi dell'art. 13 del vigente Trattato sull'Unione europea.

⁽³⁶⁴⁾ Organismo munito di personalità giuridica istituito ai sensi dell'art. 117, par. 2, del Trattato CE, la cui disciplina era contenuta nel protocollo n. 19 sull'Istituto monetario europeo allegato al citato Trattato.

BIBLIOGRAFIA

- AA.VV., IRPA-IIIJ, *Global Administrative Law: Cases, Materials, Issues*, 3rd edition, New York, 2012.
- AFILALO A. - PATTERSON D. - PURNHAGEN K., *Statecraft, the Market State and the Development of European Legal Culture*, EUI Working Paper Law, Fiesole, 10/2012.
- ANDENAS G. – DEPEINBROCK G. (ED.), *Regulating and Supervising European Financial Markets. More Risks than Achievements*, Springer, 2016.
- ANDREANI A., *Crisi e metamorfosi del potere esecutivo*, Padova, 1999.
- ADAM R. – TIZZANO A., *Manuale di diritto dell'Ue*, Torino, 2014.
- ADAMSKI D., *The ESMA Doctrine: A Constitutional Revolution and the Economics of Delegation*, in *European Law Review*, 39, 2014.
- ALLEGRETTI U., *Profilo di storia costituzionale italiana*, Bologna, 1989.
- ALLEGRETTI U., *Amministrazione pubblica e costituzione*, Padova, 1996.
- ALLEGRETTI U., *Diritti e Stato nella mondializzazione*, Troina (En), 2002.
- AMATO G., *Il mercato nella Costituzione*, in AA.VV., *La Costituzione economica*, Padova, 1997.
- AMATO G., *Autorità semi-indipendenti e autorità di garanzia*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 1997.
- AMATO G., *Il gusto della libertà. L'Italia e l'Antitrust*, Roma-Bari, 1998.
- AMATO G. – GUALTIERI R., *Le istituzioni europee alla prova della crisi*, Firenze, 2013.
- AMOROSINO S., *Le amministrazioni di regolazione dei mercati finanziari e della concorrenza: gli elementi strutturali per un modello comune*, in *Studi in onore di Giuseppe Guarino*, I, Padova, 1998.
- AMOROSINO S., *Tipologie e funzioni delle vigilanze pubbliche sulle attività economiche*, in *Diritto amministrativo*, 4/2004.
- AMOROSINO S., *Principi costituzionali, poteri pubblici e fonti normative in tema di mercati finanziari*, in AMOROSINO S. (a cura di), *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008.
- AMOROSINO S., *Regolazioni pubbliche mercati imprese*, Torino, 2008.
- AMOROSINO S., *Funzioni e poteri della Consob "nouvelle"*, in *Banca Borsa e Titoli di credito*, 2/2008.
- AMOROSINO S., *La "regolazione" del settore, e mercato, delle infrastrutture*, in *Rivista giuridica dell'edilizia*, 3/2010.

Bibliografia

- AMOROSINO S., *La "costituzione economica": note esplicative di una nozione controversa*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, n. 4/2014.
- AMOROSINO S., *La regolazione pubblica delle banche*, Padova, 2016.
- AMMANNATI L. (a cura di), *Networks*, Torino 2012.
- AMMANNATI L.- MUSELLI L., *Regulatory networks and European Governance*, Torino, 2012.
- ANNUNZIATA F., *Il Testo Unico della finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, Milano, 2015.
- ANTONIOLI M., *Mercato e regolazione*, Milano, 2001.
- AZZARITI G., *Dalla discrezionalità al potere*, Padova, 1989.
- BANFI A. (a cura di), *I mercati e gli strumenti finanziari*, Torino, 1998.
- BARONCELLI S., *Commento all'art. 47 della Costituzione*, in BIFULCO R., CELOTTO A., OLIVETTI M. (a cura di), *Commentario alla Costituzione*, Torino, 2006.
- BASSI F.- MERUSI F. (a cura di), *Mercati e amministrazioni indipendenti*, Milano, 1993.
- BATTINI S. (a cura di), *La regolazione globale dei mercati finanziari*, Milano, 2007.
- BELLI F.- SALERNO M.E. (a cura di), *La riforma del mercato finanziario e le nuove regole di "governo societario"*, Milano, 2002.
- BENVENUTI F., *Funzione amministrativa, procedimento, processo*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 1952.
- BENVENUTI F., *L'amministrazione oggettivata: un nuovo modello*, in *Rivista trimestrale di scienze amministrative*, 1978.
- BESSONE M., *Economia finanziaria, mercati mobiliari. I principi costitutivi di un ordinamento di settore e le garanzie della pubblica vigilanza*, in *Economia e diritto del terziario*, 2002.
- BESSONE M., *I mercati mobiliari*, Milano, 2002.
- BEST E., *Alternative Methods and EU Policy Making: What Does "Co-Regulation" Really Mean?*, in *European Institute of Public Administration - Eipascope*, 2/2008.
- BILANCIA P., *Il sistema europeo di regolamentazione dei servizi finanziari*, in *Il diritto dell'economia*, 2/2008.
- BILANCIA P., (a cura di), *La regolazione dei mercati di settore tra autorità indipendenti nazionali e organismi europei*, Milano, 2012.
- BOBBIO N., *Norma giuridica*, Nuovissimo Digesto Italiano, XI, Torino.
- BOGNETTI G., *La Costituzione economica tra ordinamento nazionale e ordinamento costituzionale*, in AA.VV., *La Costituzione economica*, Padova, 1997.
- BOUGHEY J., *Administrative Law: the Next Frontier for Comparative Law*, *International and Comparative Law Quarterly*, Vol. 62, Issue 01, 01/2013.

Bibliografia

- BOSCHETTI B., *Soft law e normatività: un'analisi comparata*, in Rivista della regolazione dei mercati, 2, 2016.
- BUCHANAN J. M., *Stato, mercato e libertà*, Bologna, 1989.
- BUSUIOC M., *Rule-Making by the European Financial Supervisory Authorities: Walking a Tight Rope*, in European Law Journal, 19, 2013.
- CAIANELLO V., *Profili pubblicistici della Commissione nazionale per le Società e la Borsa*, in Impresa, ambiente e pubblica amministrazione, 1974.
- CAIANELLO V., *Le autorità indipendenti tra potere politico e società civile*, in Foro amministrativo, 1997.
- CAMILLI, E. L., *Le Autorità di vigilanza sul mercato finanziario (profili normativi)*, Enciclopedia del diritto, Annali 2012, Milano, 2012.
- CAMMEO F., *Corso di diritto amministrativo* (ed. cur. da Giovanni Miele), Padova, 1964.
- CANNADA BARTOLI E., *Interesse (dir.amm.)*, Enciclopedia del diritto, vol. XX, Milano, 1972.
- CAPACCIOLI E., *Manuale di diritto amministrativo*, II ed., Padova, 1983.
- CAPRIGLIONE F., *L'ordinamento finanziario verso la neutralità*, Padova, 1994.
- CAPRIGLIONE F., (a cura di) *Disciplina delle banche e degli intermediari finanziari*, Padova, 2000.
- CARACCILO A., *Stato e società civile. Problemi dell'unificazione italiana*, Torino, 1960.
- CARBONE S., FIAMMA F., MARCELLI T., MIRRA V., ZAOTTINI D., *La qualità della regolazione nell'esperienza della Consob. Dalla misurazione degli oneri amministrativi al ciclo della valutazione. Il caso dell'equity crowdfunding*, Consob, Discussion papers, 6/2016.
- CARBONETTI F., *Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB)*, Enciclopedia giuridica, vol. VII, Torino, 1988.
- CARDI E., *La Consob come istituzione. Note sulla soggettività giuridica della Commissione nazionale per le società e la Borsa*, in AA.VV., *Scritti in onore di M. S. Giannini*, Milano, 1988, I.
- CARDI E., *La Consob come istituzione comunitaria*, in AA. VV., *Studi in memoria di F. Piga*, Milano, 1992.
- CARNEVALE VENCHI M. A., *Diritto pubblico dell'economia*, in SANTANIELLO G. (a cura di), *Trattato di diritto amministrativo*, Padova, 1999.
- CASSATELLA A., *La regolazione globale del mercato dei valori mobiliari: la International Organization of Securities Commissions (IOSCO)*, in BATTINI S. (a cura di), *La regolazione globale dei mercati finanziari*, Milano, 2007.
- CASSESE S., *Fondamento e natura dei poteri della Consob relativi all'informazione del mercato*, in AA.VV., *Sistema finanziario e controlli: dall'impresa al mercato*, Milano, 1986.

Bibliografia

- CASSESE S., *La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa – Consob e i poteri indipendenti*, in *Rivista delle società*, 1994.
- CASSESE S.- FRANCHINI C. (a cura di), *I garanti delle regole*, Bologna, 1996.
- CASSESE S., *Le basi del diritto amministrativo*, Milano, 2000.
- CASSESE S., *Lo spazio giuridico globale*, Roma-Bari, 2003.
- CASSESE S., *Oltre lo Stato*, Roma-Bari, 2006.
- CASSESE S., *La partecipazione dei privati alle decisioni pubbliche. Saggio di diritto comparato*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 2007.
- CASSESE S. – SAVINO M., *I caratteri del diritto amministrativo europeo*, in DELLA CANANEA G., *Diritto amministrativo europeo. Principi e istituti*, Milano, 2008.
- CASSESE S., *La nuova costituzione economica*, Roma-Bari, 2012.
- CASSESE S., *Chi governa il mondo?*, Bologna, 2013.
- CASSETTI L., *La cultura del mercato*, Torino, 1996.
- CERA M., *La riforma della borsa: solo “inutili complicazioni” e “disarmonie”?*, in *Rivista delle società*, 1985.
- CERRINA FERONI G., *Introduzione*, in ID. (a cura di), *Tutela del risparmio e vigilanza sull'esercizio del credito. Un'analisi comparata*, Quaderni CESIFIN, Nuova Serie, n. 49, Torino, 2011.
- CERULLI IRELLI V., *Note in tema di discrezionalità amministrativa e sindacato di legittimità*, in *Diritto processuale amministrativo*, 1984.
- CERULLI IRELLI V., *Dalle agenzie europee alle Autorità europee di vigilanza*, in CHITI M.P. e NATALINI A. (a cura di), *Lo spazio amministrativo europeo. Le pubbliche amministrazioni dopo il Trattato di Lisbona*, Bologna, 2012.
- CHIRULLI P., *Amministrazioni nazionali ed esecuzione del diritto europeo*, in DE LUCIA L. – MARCETTI B. (a cura di), *L'amministrazione europea e le sue regole*, Bologna, 2015.
- CHIRULLI P.- DE LUCIA L., *Tutela dei diritti e specializzazione nel diritto amministrativo europeo. Le commissioni di ricorso delle agenzie europee*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, 2015.
- CHITI E., *Le trasformazioni delle Agenzie europee*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 2010.
- CHITI E., *Le architetture istituzionali della vigilanza finanziaria*, in NAPOLITANO G., *Uscire dalla crisi. Politiche pubbliche e trasformazioni istituzionali*, Bologna, 2012.
- CHITI E., *La costruzione del sistema amministrativo europeo*, in CHITI M.P. (a cura di), *Diritto amministrativo europeo*, Milano, 2013.
- CHITI E., *European Agencies Rulemaking: Powers, Procedures and Assessment*, in *European Law Journal*, 2013, 93.

Bibliografia

- CHITI E., VESPERINI G. (eds.), *The Administrative Architecture of Financial Integration. Institutional Design, Legal Issues, Perspectives*, Bologna, 2015.
- CHITI M.P., *L'organizzazione amministrativa comunitaria*, in CHITI M.P. – GRECO G., *Trattato di diritto amministrativo europeo*, vol. I, Milano, 2007.
- CHITI M.P., *Diritto amministrativo europeo*, Milano, 2013.
- CINTIOLI, F., *Giudice amministrativo, tecnica e mercato*, Milano, 2005.
- CINTIOLI F., *Potere regolamentare e sindacato giurisdizionale*, Torino, 2007.
- CIVITARESE MATTEUCCI S., *La forma presa sul serio. Formalismo pratico, azione amministrativa ed illegalità utile*, Torino, 2006.
- CLARICH M., *I procedimenti di regolazione*, in AA.VV. *Il procedimento davanti alle autorità indipendenti*, Torino, 1999.
- CLARICH M., *Autorità indipendenti. Bilancio e prospettive di un modello*, Bologna, 2005.
- CLARICH M., *Le Autorità di vigilanza sul mercato finanziario (profili generali)*, in *Enciclopedia del diritto*, Annali 2012, Giuffrè, 2012.
- CLARICH M., *Manuale di diritto amministrativo*, Bologna, 2013.
- COLANTUONI V., *La Consob nella rete europea e sovranazionale dei poteri pubblici*, in *Diritto dell'Unione europea*, 1999.
- COLANTUONI V., *Le funzioni di regolazione della Consob nella nuova governance europea*, in *I paper dell'Osservatorio*, Osservatorio Sull'Analisi di Impatto della Regolazione, novembre 2013.
- COLTRO CAMPI C., *Consob*, *Nuovissimo Digesto Italiano*, Appendice vol. II, Roma, 1981.
- CORSO G., *Manuale di diritto amministrativo*, VII, Torino, 2015.
- COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2010.
- CRAIG P., *EU Administrative Law*, Oxford, 2011.
- CRISAFULLI V., *La Costituzione e le sue disposizioni di principio*, Milano, 1952.
- CRISAFULLI V., *Nota*, in *Giustizia costituzionale*, 1961.
- D'ALBERTI M., *Autorità indipendenti (dir.amm.)*, *Enciclopedia giuridica*, Roma, 1995.
- D'ALBERTI M., *Massimo Severo Giannini e l'intervento pubblico nell'economia*, in FRANCHINI C. - PAGANETTO L. (a cura di), *Stato ed economia all'inizio del XXI secolo*, Bologna, Il Mulino, 2002.
- D'ALBERTI M., *La vigilanza economica esercitata da pubblici poteri*, BANI E. - GIUSTI M. (a cura di), *Vigilanze economiche (le regole e gli effetti)*, Padova, 2004.
- D'ALBERTI M., *Le autorità amministrative indipendenti*, in VESPERINI G. (a cura di), *La riforma dell'amministrazione centrale*, Milano, 2005.

Bibliografia

- D'ALBERTI M., *Diritto pubblico dei mercati e analisi economica*. Testo dattiloscritto presentato al Convegno “Analisi economica e diritto amministrativo”, Venezia, Fondazione Giorgio Cini, 28-29 Settembre 2006.
- D'ALBERTI M., *Il diritto amministrativo fra imperativi economici e interessi pubblici*, in *Diritto amministrativo*, 2008.
- D'ALBERTI M., *Poteri pubblici, mercati e globalizzazione*, Bologna, 2008.
- D'ALBERTI M., *Le regole globali: limiti e rimedi*, in AMATO G. (a cura di), *Governare l'economia globale. Nella crisi e oltre la crisi*, Firenze, 2009.
- D'ALBERTI M – PAJNO A. (a cura di), *Arbitri dei mercati*, Bologna, 2011.
- D'ALBERTI M., *Lezioni di diritto amministrativo*, Torino, 2012.
- DE BELLIS M., *La nuova disciplina europea delle agenzie di rating (commento Regolamento CE N. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 settembre 2009)*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 5/2010
- DE BELLIS M., *Unificazione, differenziazione e tecnificazione nella regolazione europea dei mercati finanziari*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico comunitario*, 2015;
- DE BELLIS M., *La regolazione dei mercati finanziari*, Milano, 2012.
- DE BELLIS M., *I poteri di intervento dell'ESMA sulle vendite allo scoperto*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 7/2014.
- DE BELLIS M., *European Financial Supervision after the Crisis: Multi-Speed Models within a Two Track Framework*, in CHITI E., VESPERINI G. (eds.), *The Administrative Architecture of Financial Integration. Institutional Design, Legal Issues, Perspectives*, Bologna, 2015.
- DE BENEDETTI M. – MARTELLI M. - RANGONE N., *La qualità delle regole*, Bologna, 2011.
- DE CECCO M., *Trionfo e nemesi della sovranità economica*, in CIOCCA P. (a cura di), *L'economia mondiale nel Novecento*, Bologna, 1998.
- DE LUCA P., *Gli atti atipici nel diritto dell'Unione Europea*, Torino, 2012.
- DE LUCIA L., *La regolazione dei servizi di pubblica utilità*, Torino, 2002.
- DE LUCIA L. – MARCHETTI B. (a cura di), *L'amministrazione europea e le sue regole*, Bologna, 2015.
- DE MINICO G., *Lineamenti del potere regolamentare della Consob*, in DE SIERVO U. (a cura di), *Osservatorio sulle fonti* 1996, 1/1996.
- DE MINICO G., *Esiste ancora l'interesse alla difesa del risparmio?*, in *Politica del diritto*, 2002.
- DE MINICO G., *Indipendenza delle Autorità o indipendenza dei regolamenti? Lettura in parallelo all'esperienza comunitaria*, in CARETTI P. (a cura di), *Osservatorio sulle fonti*, 1/2012.
- DE PASQUALE P., *L'economia sociale di mercato nell'Unione europea*, in *Scritti in onore di Giuseppe Tesouro*, v. 3, Napoli, 2014.

Bibliografia

- DE PRETIS D., *Valutazione amministrativa e discrezionalità tecnica*, Padova, 1995.
- DE PRETIS D., *Italian Administrative Law Under the Influence of European Law*, Paper, 2010.
- DEHOUSSE R., *Regolazione attraverso reti nella Comunità europea: il ruolo delle agenzie europee*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, 1997.
- DEIGHTON-SMITH R. –ERBACCI A. –KAUFFMANN C., *Promoting Inclusive Growth through Better Regulation: The Role of Regulatory Impact Assessment*, OECD Regulatory Policy Working Papers, 3/2016.
- DELLA CANANEA G., *Cooperazione e integrazione nel sistema amministrativo delle comunità europee: la questione della "comitologia"*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 1990.
- DELLA CANANEA G., *Gli atti amministrativi generali*, Milano, 2000.
- DELLA CANANEA G., *L'Unione Europea. L'ordinamento composito*, Roma-Bari, 2003.
- DELLA CANANEA G., *I procedimenti amministrativi composti dell'Unione europea*, in BIGNAMI F. – CASSESE S. (a cura di), *Il procedimento amministrativo nel diritto europeo*, in *Rivista Trimestrale di Diritto Pubblico*, Quaderno n. 1, Milano, 2004.
- DELLA CANANEA G., *Diritto amministrativo europeo. Principi e istituti*, Milano, 2008.
- DELLA CANANEA G. –FRANCHINI C., *I principi dell'amministrazione europea*, Torino, 2013.
- DELLA LUNA MAGGIO L., *Il risparmio tra tutele costituzionali e interventi legislativi*, in *Rivista AIC*, n. 4/2015.
- DI GASPARE G., *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, Padova, 2012.
- DI NOIA C.- PIATTI L., *Regolamentazione e mercato finanziario: analisi e prospettive di riforma per il sistema italiano*, Consob, Quaderni di Finanza, 1998.
- DI NOIA C. – GARGANTINI M., *The European Securities and Market Authority: Accountability Towards EU Institutions and Stakeholders*, in *Max Planck Luxembourg Working Paper Series*, 2, 2013.
- DI NOIA C. – GARGANTINI M., *Unleashing the European Securities and Markets Authority: Governance and Accountability after the ECJ Decision on the Short Selling Regulation (Case C-270/12)*, in *European Business Organization Law Review*, 15, 2014.
- DI PLINIO G., *Il common core della deregulation. Dallo Stato regolatore alla Costituzione economica sovranazionale*, Milano, 2005.
- DRAGU T. – POLBORN M., *The Administrative Foundation of the Rule of Law*, *The Journal of Politics*, 2013.
- EPSTEIN R. A., *The Perilous Position of the Rule of law and the Administrative State*, *Harvard Journal of Law & Public Policies*, Vol. 36, n. 1, 2012.
- EUROPEAN COMMISSION, *Report by the Economic and Financial Committee (EFC) on EU financial integration*, *Economic Papers*, n.171, Bruxelles, maggio 2002.

Bibliografia

- FAULL J., *Some legal challenges of financial regulation in the EU*, speech at Ninth Slynn Foundation Lecture, 7 marzo 2011.
- FERRAN E., *Understanding the New Institutional Architecture of EU Financial Market Supervision*, in FERRARINI G. – HOPT. K. – WYMEERSCH E. (eds.), *Rethinking Financial Regulation and Supervision in Times of Crisis*, Oxford, 2012.
- FERRARESE M.R., *Il diritto al presente*, Bologna, 2002.
- FERRARESE M.R., *Prima lezione di diritto globale*, Roma - Bari, 2012.
- FERRI. G., *Il decreto legge 8 aprile 1975, n.95 e le modificazioni apportate con la legge di conversione*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1974.
- FIORAVANTI M., I, *Appunti di storia della Costituzione moderne. I. Le libertà: presupposti culturali e modelli storici*, Torino, 1991.
- FIORAVANTI M., *Stato e Costituzione. Materiali per una storia delle dottrine costituzionali*, Torino, 1993.
- FITOUSSI J.P., *Il dittatore benevolo*, Bologna, 2002.
- FLICK G.M. (a cura di), *Consob. L'istituzione e la legge penale*, Milano, 1987.
- FORD C., *Principles-Based Securities Regulation in the Wake of the Global Financial Crisis*, *McGill Law Journal*, Vol. 55, n. 2, 2010.
- FRANCHINI C., *Le relazioni tra le agenzie europee e le autorità amministrative nazionali*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico comunitario*, 1997.
- FRATINI M. – GASPARRI G. (a cura di), *Il Testo unico della finanza*, Torino, 2012.
- FRATINI M., *Diritto dei mercati finanziari*, Bari, 2013.
- FREGO LUPPI S.A., *L'amministrazione regolatrice*, Torino, 2000.
- FRYDMAN B., *A Pragmatic Approach to Global Law*, Working Paper, 11/2012.
- FROSINI V., *La lettera e lo spirito della legge*, III ed., Milano, 1998.
- GAJA G.- ADINOLFI A., *Introduzione al diritto comunitario*, Roma- Bari, 2010.
- GALETTA D.U., *Principio di proporzionalità* (voce), *Enciclopedia Treccani on-line*, Torino.
- GALGANO F., *Lex Mercatoria*, in *Enciclopedia del diritto*, Aggiornamento vol. V, Milano, 2001.
- GALGANO F., VISENTINI G. (a cura di), *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, Padova, 2006.
- GIAMPIERETTI M., *Commento all'art.47 della Costituzione*, in BARTOLE S., BIN R. (a cura di), *Commentario alla Costituzione*, Padova, 2008.
- GIANI L., *Attività amministrativa e regolazione di sistema*, Torino, 2002.

Bibliografia

- GIANNINI M. S., *Il potere discrezionale della pubblica amministrazione. Concetto e problemi*, Milano, 1939.
- GIANNINI M.S., *In principio sono le funzioni*, in *Amministrazione civile*, 24/1959.
- GIANNINI M.S., *Controllo: nozione e problemi*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 1974.
- GIANNINI M. S., *Diritto pubblico dell'economia*, Bologna, 1985.
- GIANNINI M.S., *Il pubblico potere. Stati e amministrazioni pubbliche*, Bologna, 1988.
- GIANNINI M.S., *Diritto amministrativo*, Voll. I -II, Milano, 1988.
- GOODHART C. (et al.), *Financial regulation. Why, how and where now ?*, London-New York, 1998.
- GOZI S., *La Commissione europea. Processi decisionali e poteri esecutivi*, Bologna, 2005.
- GRECO N., *Consistenza, articolazione ed ambiguità della regolazione*, in *Studi parlamentari e di politica costituzionale*, 145-146/2004.
- GUARINO G., *Sul carattere discrezionale dei regolamenti*, in *Foro italiano*, 1953.
- GUIZZI G., *Mercato finanziario*, Enciclopedia del diritto, Aggiornamento V, Milano, 2001.
- GUIZZI F., *La tutela del risparmio nella Costituzione*, in *Il Filangieri*, 2-3-4/2005.
- KINGSBURY B. – CASINI L., *Global Administrative Law Dimension of International Organization Law*, New York University Public Law and Legal Theory Working Papers. Paper 168, 2010.
- KINGSBURY B. – SCHILL S., *Investor-State Arbitration as Governance: Fair and Equitable Treatment, Proportionality and Emerging Global Administrative Law*, New York University Public Law and Legal Theory Working Papers, 146/2009.
- KOUTALAKIS C. – BUZOGANY A. – BÖRZEL T. A., *When Soft Regulation is Not Enough: The Integrated Pollution Prevention and Control Directive of the European Union*, in *Regulation & Governance*, 4/2010.
- KREMERS J.J., SCHOENMAKER D., WIERTS P.J. (ed.), *Financial Supervision in Europe*, Cheltenham-Northampton, 2003
- IRTI N., *L'ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, 1998.
- IRTI N., *Economia di mercato e interesse pubblico*, in *Rivista di diritto processuale civile*, 2000.
- KREMERS J.J. - D. SCHOENMAKAER D.- CHOENMAKER D. – WIERTS P.J (ed), *Financial Supervision in Europe*, Cheltenham-Northampton, 2003.
- LABRIOLA S., (a cura di), *Le autorità indipendenti. Da fattori evolutivi ad elementi della transizione nel diritto pubblico italiano*, Milano, 1999.

Bibliografia

- LADEUR K. H., *The Emergence of Global Administrative Law and Transnational Regulation*, IILJ Working Paper, 1/2011.
- LANNOO K., *The New Financial Regulatory Paradigm: A transatlantic perspective*, CEPS Policy Brief, n. 287, 21 marzo 2013.
- LASTRA R., *Regulating European Securities Markets: Beyond the Lamfalussy Report*, paper per Financial Markets Group Conference, Londra, 16 maggio 2002.
- LAZZARA P., *Autorità indipendenti e discrezionalità*, Padova, 2000.
- LEDDA F., *Potere, tecnica e sindacato giudiziario sull'amministrazione pubblica*, in *Dir. proc. amm.*, 1983.
- LEMME V. – STRIPPOLI E., *Sistema delle fonti*, in PELLEGRINI M. (a cura di), *Corso di diritto pubblico dell'economia*, Padova, 2016.
- LENAERTS K.–A. VERHOEVEN A., *Towards a Legal Framework for Executive Rule-Making in the EU? The Contribution of the New Comitology Decision*, in *Common Market Law Review*, 2000.
- LEVI F., *L'attività conoscitiva della pubblica amministrazione*, Torino, 1967
- LIBONATI B., *La "quarta Consob"*, in *Rivista delle società*, 1985.
- LO SCHIAVO G. – TÜRK A., *The Institutional Architecture of EU Financial Regulation: The Case of the European Supervisory Authorities in the Aftermath of The European Crisis*, in TALANI L. S. (ed.), *Europe in Crisis. A Structural Analysis*, London, 2016
- LOOSVELD S., *Appeals against decisions of the European Supervisory Authorities*, in *Journal of international banking law and regulation*, Vol. 28, 1/2013.
- LUCIANI M., *Economia nel diritto costituzionale*, in *Enciclopedia del diritto*, Milano.
- MACCHIATI A., *L'interesse pubblico nella regolamentazione finanziaria. Lezioni dalla recente crisi e problemi aperti*, in *Mercato concorrenza regole*, n. 2/2009.
- MAJONE G. - LA SPINA A., *Lo Stato regolatore*, Bologna, 2000.
- MANNORI L.- SORDI B., *Storia del diritto amministrativo*, Roma-Bari, 2001.
- MARCHETTI P. – BIANCHI L.A., *La disciplina delle società quotate nel Testo unico della finanza, d.lgs. 24 febbraio 1998, n.58. Commentario*, Milano, 1999.
- MARZONA N., *L'amministrazione pubblica del mercato mobiliare*, Padova, 1988.
- MARZUOLI C., *Potere amministrativo e valutazioni tecniche*, Milano, 1985.
- MARZUOLI C., *Diritti e interessi legittimi: due categorie in cerca di identità*, in *Questione Giustizia*, 2, 2009.
- MATTARELLA B. G., *Procedimenti e atti amministrativi*, in CHITI M.P. (a cura di), *Diritto amministrativo europeo*, Milano, 2013.
- MAZZAMUTO M., *La riduzione della sfera pubblica*, Torino, 2001.

Bibliografia

- MAZZAMUTO M., *L'atipicità delle fonti nel diritto amministrativo*, in *Diritto amministrativo*, 2015, 683,
- MERLONI F., *Amministrazione "neutrale e amministrazione imparziale (A proposito dei rapporti tra "politica" e "amministrazione")*, in *Diritto pubblico*, 1997.
- MERLONI F., *Il nuovo modello di agenzia nella riforma dei ministeri*, in *Diritto pubblico*, 1999.
- MERUSI F., *Art.47, Rapporti economici*, Tomo II, in *Commentario della Costituzione* (diretto da Branca e Pizzorusso), Bologna-Roma, 1982.
- MERUSI F., *Democrazia e autorità indipendenti. Un romanzo "quasi" giallo*, Bologna, 2000.
- MERUSI F., *Le leggi del mercato. Innovazione comunitaria e autarchia nazionale*, Bologna, 2002.
- MERUSI F., *Diritto contro economia. Resistenze istituzionali all'innovazione economica*, Torino, 2006.
- MERUSI F., *Sentieri interrotti della legalità. La decostruzione del diritto amministrativo*, Bologna, 2007.
- MERUSI F., *Ragionevolezza e discrezionalità amministrativa*, Napoli, 2011.
- MERUSI F., *La legalità amministrativa. Altri sentieri interrotti*, Bologna, 2012.
- MIELE G. *Principi di diritto amministrativo*, II ed. Padova, 1953.
- MINERVINI G., *La Consob*, Napoli, 1990.
- MOLONEY N., *The European Securities and Markets Authority and Institutional Design for the EU Financial Market - A Tale of Two Competences: Part (1) Rule-Making*, in *European Business Organization Law Review*, n. 12, 2011.
- MOLONEY N., *The European Securities and Markets Authority and Institutional Design for the EU Financial Market - A Tale of Two Competences: Part (2) Rule in Action*, in *European Business Organization Law Review*, n. 12, 2011.
- MOLONEY N., *EU Securities and European Financial Markets Regulation*, III ed., 2014.
- MORBIDELLI, G., *Sul regime amministrativo delle autorità indipendenti*, in *Scritti di diritto pubblico dell'economia*, Torino, 2000.
- MOSTACCI E., *La soft law nel sistema delle fonti: uno studio comparato*, Padova, 2008
- NAPOLITANO G., *Regole e mercato nei servizi pubblici*, Bologna, 2005.
- NAPOLITANO G., (a cura di), *L'intervento pubblico in economia dopo la crisi finanziaria del 2008*, Bologna, 2012.
- NICCOLAI S., *I poteri garantiti della Costituzione e le autorità indipendenti*, Pisa, 1996.
- NICOLAIDES P. – PREZIOSI N., *Discretion and Accountability: The ESMA Judgment and the Meroni Doctrine*, Bruges European Economic Research Papers, 30/2014.
- ONADO M., *La supervisione finanziaria dopo il Rapporto de Larosière: siamo sulla strada giusta?*, in *Bancaria*, numero speciale, n. 3/2010.

Bibliografia

- ONADO M., *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, Bologna, 2015.
- ORLANDO V.E., *Prefazione al Primo Trattato completo di diritto amministrativo*, Milano, 1897.
- ORSI BATTAGLINI A., *Autorizzazione amministrativa*, in *Digesto delle discipline pubblicistiche*, vol.II, Padova, 1987
- ORSI BATTAGLINI A., *Attività vincolata e situazioni soggettive*, in *Rivista trimestrale di diritto processuale civile*, 1987.
- PAJNO A., *I ricorsi amministrativi tradizionali: una prospettiva non tradizionale*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, 2015.
- PALAZZO A., *Quale ruolo per le banche centrali nell'Ume? L'esempio della Banca centrale d'Irlanda: da Principal Currency Authority a Supervisory Authority*, in O. ROSELLI (a cura di), *Europa e Banche centrali*, Quaderni della Rassegna di Diritto pubblico europeo, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2004.
- PALOMBELLA G., *E' possibile una legalità globale? Il Rule of Law e la governance del mondo*, Bologna, 2012.
- PASSARO M.– MERUSI F., *Autorità indipendenti*, in *Enciclopedia del diritto*, vol. VI, Aggiornamento, Milano, 2002.
- PECCHIOLO N., *Incoraggiamento del risparmio e responsabilità delle autorità di vigilanza*, Torino, 2008.
- PELKMANS J – SIMONCINI M., *Mellowing Meroni: How ESMA Can Help Build the Single Market*, in *CEPS Commentary*, 2014.
- PELLEGRINI M., *L'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo: funzioni e limiti della supervisione*, in *Rivista trimestrale diritto dell'economia*, 1/2012.
- PELLEGRINI M., *Autoregolazione e controllo*, in ID. (a cura di), *Corso di diritto pubblico dell'economia*, Padova, 2016.
- PELLEGRINI M., *Il ruolo della Consob nel nuovo sistema finanziario UE*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, n. 2/2017.
- PERELMAN C., *Logica giuridica nuova retorica*, Milano, 1979.
- PIGA F. – SEGNI A.M., *Società e Borsa (Commissione nazionale per le)*, *Enciclopedia del diritto*, vol. XLVII, Milano, 1990.
- PIZZANELLI G., *La partecipazione dei privati alle decisioni pubbliche*, Milano, 2010.
- POTO M., *Le autorità di vigilanza sul mercato mobiliare*, Napoli, 2008.
- PREDIERI A., *Il nuovo assetto dei mercati finanziari e creditizi nel quadro della concorrenza comunitaria*, Milano, 1993.
- PREDIERI A., *Economia sociale di mercato nell'Europa di Maastricht*, in *Diritto commerciale internazionale*, 1995.
- PREDIERI A., *L'erompere delle autorità amministrative indipendenti*, Firenze, 1997.

Bibliografia

- PREDIERI A., *Le Autorità indipendenti ne sistemi istituzionali ed economici*, Firenze, 1997.
- PREDIERI A., *Euro, poliarchie democratiche e mercati finanziari*, Torino, 1998.
- PRESTI G., *Rating*, Enciclopedia del diritto, Annali VII, Milano, 2014.
- PRETO A., *La nuova comitologia: prime note alla decisione 1999/468/CE del Consiglio del 28 giugno 1999 recante modalità per l'esercizio delle competenze di esecuzione conferite alla Commissione*, in Rivista trimestrale di diritto pubblico comunitario, 1999.
- PUCCINI G., *Osservazioni in tema di applicazione del principio del giusto procedimento agli atti normativi delle autorità indipendenti*, in CARETTI P. – GRISOLIA M.C. (a cura di), *Lo Stato costituzionale*, Bologna, 2010.
- QUINTYN M.- TAYLOR M.W., *Regulatory and Supervision Independence and Financial Stability*, IMF Working Paper, n.46, 2002.
- RABITTI BEDOGNI C. (a cura di) *Il Testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D. Lgs. 24 febbraio 1998, n.58*, Milano, 1998.
- RAMAJOLI, M. *Potere di regolazione e sindacato giurisdizionale*, in Diritto processuale amministrativo, 2006.
- RAMAJOLI M. –TONOLETTI B., *Qualificazione e regime giuridico degli atti amministrativi generali*, in Diritto Amministrativo, 2013.
- RAMAJOLI M., *Self regulation, soft regulation e hard regulation nei mercati finanziari*, in Rivista della regolamentazione dei mercati, 2/2016.
- RESCIGNO G.U., *L'atto normativo*, Bologna, 1998.
- RIZZA F., *Intese I) diritto pubblico*, Enciclopedia giuridica, Roma, 1989.
- RODRIG D., *The Globalization Paradox*, Oxford, 2011.
- ROMAGNOLI G., *Consob. Profili e attività*, Torino, 2012.
- ROMANO TASSONE A., *Situazioni giuridiche soggettive e decisioni delle amministrazioni indipendenti*, in Diritto amministrativo, 2002.
- ROSINI M., *L'attuazione del diritto dell'Unione europea nel più recente periodo: legge di delegazione europea e legge europea alla luce della prassi applicativa*, in Osservatorio sulle fonti. Speciale – *The implementation of EU Law in Member States*, 2/2017.
- ROSINI M., *Legge di delegazione europea e legge europea. Contributo allo studio dell'attuazione del diritto dell'Unione europea nel più recente periodo*, Napoli, 2017.
- ROSSANO D., *Lo short selling e i poteri dell'Esma*, in Rivista trimestrale di diritto dell'economia, 4/2014.
- ROSSI G., *Crisi del capitalismo e nuove regole*, in Rivista delle società, 2009.
- ROSSI G., *Riflessioni sulle funzioni dello Stato nell'economia e nella redistribuzione della ricchezza*, in Diritto pubblico, 1997.

Bibliografia

- RUOTOLO M., *A proposito di regolamenti ministeriali in delegificazione*, in Osservatorio sulle fonti. *Speciale – La delegificazione ed i decreti di natura non regolamentare*, 3/2011.
- SANDULLI A., *La proporzionalità dell'azione amministrativa*, Padova, 1998.
- SCHIAVONE A. (a cura di), *Stato e cultura giuridica in Italia dall'Unità alla Repubblica*, Bari, 1990.
- SCIASCIA G., *Credit Rating Agencies in the Context of EU Regulation of Financial Markets: Developments, Standards, Public Functions* in CHITI E., VESPERINI G. (eds.), *The Administrative Architecture of Financial Integration. Institutional Design, Legal Issues, Perspectives*, Bologna, 2015.
- SCOCA F.G., *La discrezionalità nel pensiero di Giannini e nella dottrina successiva*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 2000.
- SCOCA F.G., *Attività amministrativa*, Enciclopedia del Diritto, VI Aggiornamento, Milano, 2002.
- SEgni A., *I mercati e i valori mobiliari*, in CASSESE S. (a cura di), *Trattato di diritto amministrativo*, II vol., Milano, 2000.
- SEPE M., *Il risparmio gestito*, Bari, 2000.
- SCHAMMO P., *The European Securities and Markets Authority: Lifting the Veil on the Allocation of Powers*, in *Common Market Law Review*, n. 48, 2011.
- SOMMA A., (a cura di), *Soft law e hard law nelle società postmoderne*, Torino, 2009,
- SORACE D., *Espropriazione della proprietà e misura dell'indennizzo*, Milano, 1974.
- SORACE D., *Pubblico e privato nella gestione dei servizi pubblici locali mediante società per azioni*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico comunitario*, 1997.
- SORACE D., *Diritto delle amministrazioni pubbliche. Una introduzione*. Bologna, 2015.
- SPATTINI G.C., *Le decisioni tecniche dell'amministrazione e il sindacato giurisdizionale*, in *Diritto processuale amministrativo*, 2011.
- SPAVENTA L., *La Consob come autorità amministrativa indipendente*, Consob, Quaderni di Finanza, n.42, ottobre 2000.
- STIGLITZ J., *Il ruolo economico dello Stato*, Bologna, 1992.
- STIGLITZ J., *La globalizzazione e i suoi oppositori*, Torino, 2002.
- STIPO M., *Vigilanza e tutela(dir.amm.)*, Enciclopedia giuridica, Roma, 1994.
- TAHTCHER M., *Regulation after delegation: independent regulatory agencies in Europe*, *Journal of European Public Policy*, dicembre 2002.
- TARANTOLA RONCHI A.M.- PARENTE F. – ROSSI P., *La vigilanza sulle banche e sui gruppi bancari*, Bologna, 1996.
- TORCHIA L., *Il controllo pubblico della finanza privata*, Padova, 1992.

Bibliografia

- TORCHIA L., *Diritto amministrativo nazionale e diritto comunitario: sviluppi recenti del processo di ibridazione*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico comunitario*, 1997.
- TORCHIA L., *La regolazione del mercato e la crisi economica globale* (per gli ottant'anni di Guido Rossi). Testo dell'intervento, corredato di indicazioni bibliografiche essenziali, svolto al convegno Sistema dei controlli e diritto dell'impresa. Seminario per gli ottant'anni di Guido Rossi, tenutosi a Roma il 22 marzo 2011 presso la Facoltà di Giurisprudenza dell'Università di Roma Tre.
- TORCHIA L., *La regolazione dei mercati fra autorità indipendenti nazionali ed organismi europei*. Testo della relazione svolta al convegno su "Le autorità amministrative indipendenti. Bilancio e prospettive di un modello di vigilanza e regolazione dei mercati", Consiglio di Stato, 28 febbraio 2013.
- TORCHIA L., *Moneta, banca e finanza fra unificazione europea e crisi economica*. Testo della relazione svolta a Firenze durante il convegno "1865-2015. A 150 anni dall'unificazione amministrativa italiana", 15-16 ottobre 2015.
- TORCHIA L., *I poteri di regolazione e di controllo delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari nella nuova disciplina europea*. Testo della relazione svolta al Convegno per i 60 anni della Rivista delle società su "Regole del mercato e mercato delle regole: Il diritto societario e il ruolo del legislatore", Venezia, 13-14 novembre 2015.
- TORCHIA L., *Diritto ed economia tra Stati e mercati*, Napoli, 2016.
- TRIDIMAS T., *Financial Supervision and Agency Power: Reflection on ESMA*, in SHUINBHNE N. – GORMLEY L. (eds), *From Single Market to Economic Union*, Oxford, 2012.
- TROIANO P., *Le competenze dell'European Securities and Markets Authority*, in BILANCIA P., (a cura di), *La regolazione dei mercati di settore tra autorità indipendenti nazionali e organismi europei*, Milano, 2012.
- TROIANO V., *L'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo*, in PELLEGRINI M. (a cura di), *Corso di diritto pubblico dell'economia*, Padova, 2016.
- VALENTINI S., *Vigilanza*, Enciclopedia del diritto, Milano.
- VAN RIJSBERGEN M., *On the Enforceability of EU Agencies' Soft Law at the National Level: The Case of the European Securities and Markets Authority*, in *Utrecht Law Review*, 10, 2014.
- VELLA F. (a cura di), *Commentario T.U.F.*, Torino, 2012.
- VESPERINI G., *La Consob e l'informazione del mercato mobiliare: contributo allo studio delle funzioni regolative*, Padova, 1993.
- VESPERINI G., *Il vincolo europeo sui diritti amministrativi nazionali*, Milano, 2011.
- VON HAYEK F., *Legge, Legislazione e Libertà. Critica della economia pianificata*, Milano, 2000.
- ZADRA G., *Strutture e regolamentazione del mercato mobiliare*, Milano, 1995.

Bibliografia

- ZATTI F., *La dimensione costituzionale della tutela del risparmio. Dalla tutela del risparmio alla protezione dei risparmiatori/investitori e ritorno?* In Forum di Quaderni Costituzionali. Rassegna.
- ZILLER J., *La tutela del risparmio tra obiettivi e competenze dell'Unione Europea*, in Il diritto dell'economia, 1/2008.
- ZITO A., *Contraddizioni concettuali ed anomalie sistemiche del mercato finanziario: considerazioni minime sulla centralità della tutela del risparmiatore*, in Il diritto dell'economia, 1/2008.
- ZITO A., *Mercati (regolazione dei)*, Enciclopedia del diritto, Annali III, Milano, 2010.